

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE NOVA DE LISBOA

MESTRADO EM CIÊNCIAS JURÍDICAS EMPRESARIAIS

NEGOCIAÇÃO POR CONTA PRÓPRIA E OS CONFLITOS DE INTERESSES

*Atuação por parte do intermediário financeiro como contraparte dos clientes*

MARIA JOÃO C. MATEUS LIMA

*Dissertação elaborada sob a orientação da  
Professora Doutora Margarida Lima Rego*

JUNHO 2015

## Índice

Orientações de Leitura .....	6
Lista de Abreviaturas .....	7
Sumário/ <i>Abstract</i> .....	8
1. Delimitação positiva e negativa do objeto .....	9
2. Estrutura de análise do tema .....	12
2.1. Atividades de intermediação financeira .....	12
2.2. Intermediários financeiros.....	14
2.3. Clientes e Investidores .....	14
3. Negociação por conta própria .....	17
4. Intervenção como contraparte dos clientes.....	19
5. Conflitos de interesses associados à atuação como contraparte .....	22
6. Noção de conflitos de interesses .....	27
6.1. Noção de conflito .....	27
6.2. Noção de Interesse .....	28
7. Deveres subjacentes à intermediação financeira .....	31
7.1. Diligência .....	32
7.2. Lealdade .....	33
7.3. Transparência .....	34
8. Regime comunitário .....	35
8.1. DMIF 1.....	35
8.2. Diretiva de Execução .....	36
8.3. DMIF 2 .....	38

9. Regime nacional .....	39
9.1. Regime geral dos conflitos de interesses .....	39
9.2. Conflitos associados à intervenção como contraparte .....	43
10. Mecanismos de mitigação desses conflitos .....	51
10.1. Dos procedimentos e medidas de segregação.....	51
10.2. Mitigação de conflitos de interesses e regras de transparência .....	53
10.3. O controlo interno na identificação e mitigação de conflitos .....	55
11. Conclusões .....	58
12. Bibliografia .....	61

## **Agradecimentos**

*O MEU MUITO OBRIGADA:*

Aos Homens da minha casa, pela paciência de horas de ausência nas suas vidas;

À Sra. Professora Doutora Margarida Lima Rego, por ter aceitado coordenar este trabalho e pelos contributos que me transmitiu;

Às amigas Susete e Sofia pela disponibilidade e sentido crítico demonstrado;

Ao Conselho de Administração da CMVM, pelo apoio financeiro;

Ao amigo *Amadeu Ferreira*, que não tendo conseguido convencer-me, em 1995 a realizar este projeto, me obrigou, em 2013 a retomá-lo: a sua mudança de “*estado*”, em março deste ano, fez a diferença, tanto na ausência de opinião como na obrigatoriedade de o concluir.

### **Declaração de Honra**

Declaro por minha honra que o trabalho que apresento é original e que todas as citações estão corretamente identificadas.

Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui grave falta ética e disciplinar.

## **Orientações de leitura**

Todas as obras quando citadas são identificadas com a referência abreviada que consta da lista de bibliografia.

Expressões em língua estrangeira serão apresentadas em itálico.

O reforço ou destaque de alguma ideia será feito por recurso a itálico.

As notas de rodapé pretendem convidar o leitor a um diálogo que fica para além do texto, sobretudo oferecendo pistas que orientem para o aprofundamento de temas que numa dissertação com uma economia própria não poderiam ter desenvolvimento.

As abreviaturas estão identificadas por ordem alfabética na Lista de Abreviaturas que se segue.

O tipo de letra escolhido foi a “*Times New Roman 13*” no texto e “*Times New Roman 11*” nas notas de rodapé.

A dissertação foi escrita ao abrigo do acordo ortográfico.

As citações são feitas em conformidade com os textos originais.

## **Lista de Abreviaturas**

Art.º/artº s.- Artigo /artigos

CC – Código Civil

CSC- Código das Sociedades Comerciais

CMVM – Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários

CVM – Código dos Valores Mobiliários

Cf. – Confrontar

Cit – Citação

DMIF 1- Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa ao mercado de instrumentos financeiros

Diretiva de Execução - Diretiva 2006/73 da Comissão de 10 de agosto de 2006, de Execução da Diretiva relativa ao mercado de instrumentos financeiros

DMIF 2 – Diretiva 2014/65 do Parlamento e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa ao mercado de instrumentos financeiros

DL – Decreto-lei

RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

Ss. – Seguintes

Sumário	Abstract
<p>O crescente leque de atividades que muitas empresas de investimento exercem, em simultâneo, tem aumentado as possibilidades de conflitos entre os seus interesses e dos clientes, em particular, nos casos em que a atua como contraparte do cliente.</p> <p>Nestes casos, os conflitos de interesses devem ser prevenidos e mitigados.</p> <p>Por um lado, um intermediário financeiro autorizado a agir por conta própria pode celebrar contratos como contraparte do cliente, desde que este tenha, por escrito, autorizado ou confirmado o negócio.</p> <p>Por outro lado, o sistema de controlo do cumprimento pode ser uma maneira eficiente para minimizar e corrigir os riscos de conflito de interesses, a fim de evitar ocorrências futuras.</p> <p>Analisado o regime jurídico previsto no artigo 346.º do Código dos Valores Mobiliários e os procedimentos do sistema do cumprimento aplicáveis, tento responder à pergunta:</p> <p><i>Como mitigar, de forma eficaz, o conflito de interesses associados aos negócios celebrados pelos intermediários financeiros, autorizados a negociar por conta própria, que atuam como contraparte dos clientes?</i></p>	<p>The expanding range of activities that many investment firms undertake simultaneously has increased potential for conflicts of interest between those different activities and the interests of their clients, in particular, in the cases that the client's counterparty was the investment firm itself.</p> <p>In these cases, the conflicts of interest must be prevented and mitigated.</p> <p>So, a financial intermediary authorized to act for its own account may execute contracts as a counterparty of the client, provided said client has, in writing, authorized or confirmed the business transaction.</p> <p>On the other hand, the compliance control system may be an efficient way to minimize and correct any risks of conflicts of interest in order to avoid future occurrences.</p> <p>Addressing the conflicts of interest refer on art.º 346.º of Portuguese Securities Code and the procedures of compliance control system, in this paper I try to answer for the question:</p> <p><i>How to mitigate effectively the conflicts of interest associated with transactions concluded by financial intermediaries authorized to negotiate on their own, acting as customer's counterpart?</i></p>



## 1. Delimitação positiva e negativa do objeto

Nos últimos anos tem-se assistido no setor financeiro mundial e nacional a uma constante tensão entre a necessidade de assegurar a manutenção do princípio da eficácia dos mercados<sup>1</sup> e a recuperação da confiança dos investidores<sup>2</sup> nos prestadores de serviços financeiros<sup>3</sup>.

Na discussão que se impõe, o tema do conflito de interesses na intermediação financeira assume particular importância<sup>4</sup>, sobretudo pela distância entre “boas normas” e as “más práticas”<sup>5</sup>.

As “boas normas” resultam das alterações regulamentares comunitárias, patentes quer na primeira Diretiva Relativa ao Mercado de Instrumentos Financeiros<sup>6</sup>, DMIF 1 - complementada pela Diretiva de Execução da

---

<sup>1</sup> Continua atual o entendimento de Amadeu José Ferreira, *Direito dos ...* pp. 39-40: “Será eficiente o mercado que funcione de acordo com aquele equilíbrio permitindo que todos os interesses que concorram no mercado encontrem a mais adequada realização”.

<sup>2</sup> António Pedro A. Ferreira, *O Governo das Sociedades...*, pp. 188 salienta: “Um dos maiores perigos derivados da subsistência da actual crise radica, precisamente, na possibilidade de a deterioração desse clima de confiança atingir níveis que ponham em causa a própria subsistência da actividade financeira, pelo menos tal como ela vem sendo exercida de acordo com os padrões tradicionais”.

<sup>3</sup> Roche, Marc, *O Banco*, pp. 72, transmite a seguinte imagem: “O Goldman Sachs põe o acento não só sobre o serviço dos seus clientes como cria as suas próprias estruturas concorrentes... um comportamento original. Dentro da legalidade, as informações obtidas junto destes permitem alimentar as outras actividades do Banco. (...) A evolução dos lucros ao longo dos anos ilustra a transformação do Goldman. Em 1999, o trading representava 43% do rendimento líquido, as actividades de banco de investimento 33% e as de gestão de património 24%. (...) Em 2009, 77%, 10% e 13%.

Como explicar este domínio do trading? Em primeiro lugar, a concorrência feroz que opõe os bancos no aconselhamento ou na gestão de fortuna reduz as margens, enquanto o negócio – comprar, vender – é guiado pelos volumes, «o volume de negócios». Depois, a cultura da casa muito particular – espírito de equipa, pressão constante, culto da vitória a qualquer preço, arrogância – faz maravilhas no universo selvagem do trading. Finalmente, graças à sua rede de influências única nos círculos do poder do planeta. (...) Ao mesmo tempo juiz e parte interessada, o banco joga em todas as frentes para tirar proveito com conhecimento de causa”.

<sup>4</sup> Cf. Câmara, Paulo “Conflitos de interesses...”, p. 20-22

<sup>5</sup> Goeldam, Daniel e outros, *Transparência-Como os Líderes podem...*, pp. 16, defende que “muitas organizações lisonjeiam os valores da abertura e sinceridade, chegando mesmo a inscrever o seu compromisso com eles nas declarações de intenções. Demasiadas vezes trata-se de documentos vazios, que não conseguem descrever a verdadeira intenção da organização e inspiram frustração, mesmo cinismo, aos seus empregados, todos eles demasiado cientes de uma realidade organizacional muito diferente”.

<sup>6</sup> Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril, alterada pelas Diretivas n.ºs 2006/31/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 5 de abril de 2006; 2007/44/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 5 de setembro de 2007; 2008/10/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de março de 2008, e 2010/78/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de novembro de 2010.

Diretiva Relativa ao Mercado de Instrumentos Financeiros<sup>7</sup> e pelo do Regulamento (CE) n.º 1287/2006 da Comissão, de 10 de Agosto de 2006<sup>8</sup> - quer na segunda Diretiva Relativa ao Mercado de Instrumentos Financeiros<sup>9</sup>, DMIF 2, em fase de transposição.

As “*más prácticas*” são confirmadas pelas insolvências de instituições de crédito consideradas “*demasiado grandes para falir*”, como aconteceu em Portugal<sup>10</sup>.

Atendendo à amplitude do tema do conflito de interesses na intermediação financeira, optei por estudar o conflito de interesses associado à intervenção dos intermediários financeiros, autorizados a negociar por conta própria, que atuam como contraparte dos clientes.

Não sendo possível uma abordagem das questões económicas, psicológicas ou sociológicas, circunscrevo-me às questões jurídicas, analisando primeiro as características dos negócios jurídicos celebrados pelo intermediário financeiro e a sua relação com a figura do negócio consigo mesmo do direito civil, e depois o conflito de interesses associados a estes negócios.

Excluo assim, quaisquer outras matérias intrínsecas às relações societárias estabelecidas entre os administradores e as sociedades (como por exemplo o crédito a membros dos órgãos sociais e outras operações).

Neste estudo considereei necessário identificar mecanismos de mitigação desse conflito.

O sistema do controlo interno, tendo diversas funções na prevenção da ocorrência de riscos no exercício da atividade de intermediação financeira, poderá ser implementado como forma de mitigação, conforme demonstrarei.

---

As referências serão feitas à versão consolidada disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0044:FR:PDF>

<sup>7</sup> Diretiva 2006/73/ da Comissão, de 10 de agosto, que veio especificar os requisitos e procedimentos concretos em matéria de organização, concretizando os princípios fixados pela Diretiva Relativa ao Mercado de Instrumentos Financeiros - versão disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:241:0026:0058:ES:PDF>

<sup>8</sup> Regulamento n.º 1287/2006 da Comissão, de 10 de agosto de 2006, versão disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32006R1287>

<sup>9</sup> Diretiva 2014/65 do Parlamento e do Conselho, de 15 de maio de 2014, versão disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32014L0065>

<sup>10</sup> A existência de compilações de extensas normas internas e de relatórios de controlo interno muito documentados, asseguraram uma aparente normalidade, mas não evitaram a insolvência do Banco Privado Português, S.A., do Banco Português de Negócios, S.A. e a recente intervenção no Banco Espírito Santo, S.A..

Em termos de sistematização sigo o seguinte plano:

- Apresentação da estrutura da análise do tema, com a delimitação dos sujeitos e do objeto do estudo;
- Identificação do tipo de conflito de interesses a analisar;
- Delimitação do conceito de “*conflito*” e de “*interesses*”;
- Enunciação dos deveres subjacentes à intermediação financeira;
- Referência ao regime geral do conflito de interesses no direito comunitário e no direito nacional;
- Caracterização dos negócios jurídicos em que o intermediário financeiro, autorizado na negociação por conta própria, atua como contraparte;
- Regime jurídico de identificação, registo e prevenção de conflitos associados aos negócios jurídicos anteriores;
- Identificação de meios de mitigação destes conflitos.

Procuro encontrar resposta para a seguinte questão:

*Como mitigar, de forma eficaz, o conflito de interesses associados aos negócios celebrados pelos intermediários financeiros, autorizados a negociar por conta própria, que atuam como contraparte dos clientes?*

É essa tarefa que me proponho a realizar.

## 2. Estrutura de análise do tema

Em termos da estrutura da análise do tema, circunscrevo-me ao regime previsto no Código dos Valores Mobiliários<sup>11</sup>, que consagrou no Capítulo da intermediação financeira o artigo 309.º ao “*Conflitos de interesses*” e no Capítulo da “*Negociação por conta própria*”, os conflitos de interesses associado à *atuação como contraparte do cliente* (art.º 346.º do CVM)<sup>12</sup>.

Tendo o regime dos conflitos de interesses sofrido uma profunda modificação em 2007 - com a transposição da DMIF I, da Diretiva de Execução e do Regulamento n.º 1287/2006, operada pelo DL n.º 357-A/2007, de 31 de outubro – o artigo 346.º do CVM não sofreu diretamente significativas modificações.

Contudo, as alterações estruturais em todo o regime acarretaram uma mudança na identificação, registo e mitigação de conflitos de interesses.

Ao longo da dissertação recorrerei frequentemente aos conceitos de *atividades de intermediação financeira, intermediários financeiros, Clientes e investidores*.

### 2.1. Atividades de intermediação financeira

A referência a “*intermediação financeira*” incluirá os “*serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros*” (art.º 289.º / 1/ al. a.), e os respetivos “*serviços auxiliares*” (art.º 289.º / 1/ al. b.)<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99 de 13 de novembro, com as alterações introduzidas pelos Decretos-Leis n.ºs 61/2002, de 20 de março, 38/2003, de 8 de março, 107/2003, de 4 de junho, 183/2003, de 19 de agosto, 66/2004, de 24 de março, 52/2006, de 15 de março, 219/2006, de 2 de novembro, 357-A/2007, de 31 de outubro, que o republica (retificado pela Declaração de Retificação n.º 117-A/2007, de 28 de dezembro), 211-A/2008, de 3 de novembro, pela Lei n.º 28/2009 de 19 de junho, pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de agosto, pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de maio, pelo Decreto-Lei n.º 52/2010, de 26/05, pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de junho, pela Lei n.º 46/2011, de 24 de junho, pelo Decreto-Lei n.º 85/2011, de 29 de junho, pelo Decreto-Lei n.º 18/2013, de 6 de fevereiro, pelo Decreto-Lei n.º 63-A/2013, de 10 de maio, pelo Decreto-Lei n.º 29/2014, de 25 de fevereiro e pelo Decreto-Lei n.º 40/2014, de 18 de março, pelo Decreto-Lei n.º 88/2014, de 6 de junho, pelo Decreto-Lei n.º 157/2014, de 24 de outubro e pela Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro.

<sup>12</sup> Sobre o regime anterior vide Rodrigues, Sofia Nascimento, “A regulação geral dos conflitos...”, pp. 69 e Ss., e “O conflitos de interesses...”, pp. 334 e Ss.

<sup>13</sup> Nos termos do disposto no art.º 289.º do CVM são ainda atividades de intermediação financeira a gestão das instituições de investimento coletivo enunciadas na alínea c) do n.º 1

A distinção entre *serviços e atividades de investimento* e *serviços auxiliares* que consta no Anexo 1 da DMIF 1, com origem na Diretiva dos Serviços Financeiros, de 1993 (Diretiva n.º 93/22/CEE de 10 de Maio de 1993), assume particular importância pelo facto de não ser possível o registo exclusivo para a prestação de serviços auxiliares<sup>14</sup> e pelo impacto ao nível da atribuição do “*passaporte europeu*”<sup>15</sup>.

Os serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros são enunciados no CVM, de forma taxativa<sup>16</sup> (art.º 290.º do CVM), considerando: a receção e a transmissão de ordens por conta de outrem; a execução de ordens por conta de outrem; a gestão de carteiras por conta de outrem; a tomada firme e a colocação com ou sem garantia em oferta pública de distribuição<sup>17</sup>; a negociação por conta própria; a consultoria para investimento e a gestão de sistema de negociação multilateral.

Saliento a ausência de autonomização direta entre “*serviços*” e “*atividades*” o que é justificado pela doutrina “*porque a fronteira que os distingue admite zonas de comunicação. Assim, a negociação por conta própria pode ser um serviço - quando releve v.g. o modo de cumprir um contrato de criação de mercado -, mas não pressupõe uma relação de clientela, podendo por esse motivo revestir identicamente a natureza de uma actividade*”<sup>18</sup>.

Referir-me-ei a *atividade de negociação por conta própria*.

Paralelamente foram identificados como *serviços auxiliares* daqueles serviços e atividades de investimento, o registo e o depósito de instrumentos financeiros (art.º 291.º/a) do CVM); a concessão de crédito, incluindo o empréstimo de valores mobiliários (art.º 291.º/b) do CVM); a elaboração de estudos de investimento, a análise financeira ou outras recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros (291.º/c) do CVM)<sup>19</sup>.

---

deste artigo e o exercício das funções de depositário dos instrumentos financeiros que integram o património dessas instituições (al. d) do n.º 1 do mesmo artigo).

<sup>14</sup> Artigo 6.º/3 da DMIF 1

<sup>15</sup> Câmara, Paulo, *Manual de Direito...*, pp. 362

<sup>16</sup> Câmara, Paulo, *Manual de Direito...*, pp. 360

<sup>17</sup> Vide comentário apostado na nota subsequente sobre e referência ao serviço de colocação.

<sup>18</sup> Câmara, Paulo, *Manual de Direito...* pp. 360

<sup>19</sup> Câmara, Paulo, *Manual de Direito...*, pp. 361, sobre a classificação do serviço de registo e depósito como serviço auxiliar.

## 2.2. Intermediários financeiros

Não existe no CVM uma definição de “*Intermediário Financeiro*”, constando antes no artigo 293.º, uma enunciação das entidades que são consideradas como intermediários financeiros em instrumentos financeiros. Ao referir-me a “*intermediários financeiros*” pretendo abranger, de forma indistinta, “*instituições de crédito*” ou “*empresas de investimento*”<sup>20</sup>, “*autorizados a exercer atividades de intermediação em Portugal*” (art.º 293.º / 1/ al. a.) do CVM).

A instituição de crédito, enquanto “*empresa cuja atividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder crédito por conta própria*” (art.º 2-A/ al. w) do RGICSF<sup>21</sup>).

A empresa de investimento, por referência a pessoa coletiva “*cuja ocupação ou atividade habitual consista na prestação de um ou mais serviços de investimento a terceiros e/ou na execução de uma ou mais atividades de investimento a título profissional*”<sup>22</sup> (art.º 4.º da DMIF 1)<sup>23</sup>.

## 2.3. Clientes e Investidores

Cliente “*é tido como qualquer pessoa, singular ou coletiva, a quem o intermediário preste serviço de investimento ou auxiliar*” (art.º 4.º /1 n.º 10 DMIF 1).

---

<sup>20</sup> No art.º 293.º do CVM enunciam-se outros intermediários financeiros em instrumentos financeiros.

<sup>21</sup> Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro, com alterações introduzidas pelos Decretos-Leis n.ºs 246/95, de 14 de setembro, 232/96, de 5 de dezembro, 222/99, de 22 de junho, 250/2000, de 13 de outubro, 285/2001, de 3 de novembro, 201/2002, de 26 de setembro, 319/2002, de 28 de dezembro, 252/2003, de 17 de outubro, 145/2006, de 31 de julho, 104/2007, de 3 de abril, 357-A/2007, de 31 de outubro, 1/2008, de 3 de janeiro, 126/2008, de 21 de julho e 211-A/2008, de 3 de novembro, pela Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, pelo Decreto-Lei n.º 162/2009, de 20 de julho, pela Lei n.º 94/2009, de 1 de setembro, pelos Decretos-Leis n.ºs 317/2009, de 30 de outubro, 52/2010, de 26 de maio e 71/2010, de 18 de junho, pela Lei n.º 36/2010, de 2 de setembro, pelo Decreto-Lei n.º 140-A/2010, de 30 de dezembro, pela Lei n.º 46/2011, de 24 de junho, pelos Decretos-Leis n.ºs 88/2011, de 20 de julho, 119/2011, de 26 de dezembro, 31-A/2012, de 10 de fevereiro e 242/2012, de 7 de novembro, pela Lei n.º 64/2012, de 24 de dezembro, pelos Decretos-Leis n.ºs 18/2013, de 6 fevereiro, 63-A/2013, de 10 de maio, 114-A/2014, de 1 de agosto, 114-B/2014, de 4 de agosto e 157/2014, de 24 de outubro e pelas Leis n.ºs 16/2015, de 24 de fevereiro e 23-A/2015, de 26 de março.

<sup>22</sup> No direito nacional vide a definição do art.º 4.º/1 al. r) RGICSF por remissão para a DMIF I.

<sup>23</sup> As empresas de investimento estão enunciadas no artigo 293.º/2 do CVM.

### 2.3.1. Cliente

Relativamente ao conceito de “*cliente*” sigo o entendimento de Carlos Ferreira de Almeida que, ao estudar a “*relação de clientela*”, conclui pela existência de “*de três círculos concêntricos e sucessivamente mais amplos de “clientes”*”:

- a) “*O primeiro, mais restrito, no qual se incluem aqueles com os quais existe uma relação de clientela*”;
- b) “*O segundo, que abrange os que ocasionalmente celebram negócios jurídicos com o intermediário financeiro*”;
- c) Um terceiro, no qual se incluem “*os clientes potenciais isto é, os que podem vir a situar-se em alguma das duas situações anteriores. Todos os clientes, incluindo os clientes potenciais, beneficiam na sua relação com os intermediários financeiros, do direito à proteção dos seus “legítimos interesses” (art.º 304.º do CVM) que prevalecem sobre os dos intermediários financeiros e das entidades que com estes estão estritamente ligadas (art.º 309.º do CVM) (...)*”<sup>24</sup>.

Recorrerei à referência a “*Cliente*” em sentido amplo, abrangendo os efetivos ou potenciais.

### 2.3.2. Investidor

Tem sido apresentada uma definição por referência à titularidade potencial de instrumentos financeiros<sup>25</sup> ou ao facto, de potencialmente negociarem instrumentos financeiros<sup>26</sup>.

Na versão original do Código dos Valores Mobiliários a referência é feita a “*investidores institucionais*” (art.º 30.º), passando após a transposição da DMIF I a ser feita a distinção entre “*investidores qualificados*” e “*investidores não qualificados*”.

Nos termos da DMIF I, o investidor qualificado é designado como Cliente

---

<sup>24</sup> Almeida, Carlos Ferreira, “Relação de clientela ...”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra, Coimbra Editora, 2001, pp. 121. Este autor, analisando o conceito de *relação de clientela*, conclui que esta é integrada por clientes habituais que “*beneficiam do já referido direito potestativo à aceitação de ordens e estão sujeitos à eficácia imediata de contratos que, mesmo sem solicitação sua, tenham celebrado fora do estabelecimento do intermediário financeiro*”, pp. 130.

No mesmo sentido Santos, Gonçalo Castilho, *A Responsabilidade Civil...*, pp. 67

<sup>25</sup> Câmara, Paulo, *Manual de Direito...*, pp. 234

<sup>26</sup> Santos, Gonçalo Castilho, *A Responsabilidade Civil...*, pp. 42.

profissional (art.º 4.º/11) sendo a sua definição feita por remissão para critérios económicos e de volume de negócios que constam no CVM (art.º 30.º).

Na ausência de uma definição é necessário verificar, caso a caso, se o âmbito de aplicação da norma se reporta a todos os investidores ou apenas aos que “*beneficiam de uma especial protecção, o que se explica atenta a assimetria informativa e a posição mais débil em que presumivelmente se encontram face aos intermediários financeiros*”<sup>27</sup>, que integram o conceito de “*investidores não qualificados*”<sup>28</sup>.

Sendo relevante esta distinção para várias matérias da intermediação financeira - designadamente deveres de informação (art.º 312.º e Ss do CVM) e deveres de adequação do investimento ao perfil do investidor (art.º 314.º e Ss do CVM) - não assume particular importância em matéria de conflito de interesses dado que se visa a proteção de todos os investidores.

Recorrerei aos dois conceitos - *cliente* ou *investidor* - de forma indiferenciada e abrangendo sempre as *pessoas singulares ou coletivas que potencialmente poderão ser titulares de instrumentos financeiros*.

---

<sup>27</sup> Rodrigues, Sofia Nascimento, “O Conflitos de interesses...”, pp. 324 e 325.

Em nota de rodapé (24) a Autora salienta que: “*Por esse motivo a legislação portuguesa os classifica consumidores de bens e serviços financeiros, nos termos do artigo 321.º, n.º 3 do Cód. VM e para efeitos do disposto na legislação de defesa do consumidor*”.

<sup>28</sup> Santos, Gonçalo Castilho, *A Responsabilidade Civil...*, distingue os preceitos legais aplicáveis aos “*investidores qualificados*” e aos “*investidores não qualificados*”, pp. 48 - 50.



### 3. Negociação por conta própria

Impõe-se uma prévia referência à classificação que tem sido proposta pela doutrina relativamente às atividades e serviços de investimento.

Em termos de sistematização das atividades e serviços de investimento principais e serviços auxiliares, Carlos Ferreira de Almeida agrupa-as, “conforme o conteúdo e função a que se destinam”<sup>29</sup>, em “prestações de serviços” (incluindo a gestão de carteira), “operações de conta alheia” (nas quais se incluem os serviços de receção e execução de ordens de clientes, “agindo os intermediários financeiros por conta e ordem dos seus clientes”) e “operações por conta própria”.

Luís Menezes Leitão acrescentou a esta classificação uma quarta categoria, a “assistência ou colocação em ofertas públicas de distribuição” por “envolver operações de conta alheia, de conta própria ou de prestação de serviços”<sup>30</sup> e incluiu a gestão de carteiras nas operações por conta alheia e não na prestação de serviços.

Engrácia Antunes sintetiza a atuação dos intermediários financeiros afirmando que: “A actividade comercial dos intermediários financeiros no âmbito do mercado de capitais pode ser realizada por conta alheia ou própria: no primeiro caso, o intermediário (“broker”) actua por ordem e conta dos seus clientes (destinando-se os benefícios e riscos dos negócios financeiros celebrados a projectar-se exclusivamente na esfera destes), assumindo aquele a função primordial de mediação entre oferta e procura no mercado de capitais; no segundo caso, pelo contrário, o intermediário (“dealer”) atua por sua própria conta e risco, repercutindo-se os efeitos jurídicos e económicos dos negócios sobre o seu próprio património, com vista à realização de uma pluralidade de finalidades”<sup>31</sup>.

---

<sup>29</sup> Almeida, Carlo Ferreira, “Transações de conta alheia...”, pp. 292

<sup>30</sup> Leitão, Luís Menezes, “Actividades de Intermediação Financeira ...”, pp.132

<sup>31</sup> Antunes, José A. Engrácia, *Direito Dos Contratos...*, pp. 301

Nas operações por conta própria incluem-se as operações de “*cruzamento de ordens dos clientes com a carteira própria do intermediário*”<sup>32</sup> e as operações “*incentivadas como instrumento para assegurarem a fluidez e a liquidez do mercado*”<sup>33</sup>, com um fim “*puramente especulativo, de forma a beneficiar da margem entre o preço de compra e o de venda*”<sup>34</sup>; as operações de fomento do mercado e de estabilização dos preços e o empréstimo de valores mobiliários.

Esta classificação resulta da arrumação do CVM que no seu Capítulo III, sob a epígrafe de “*Negociação por conta própria*” regula:

- (i) A intervenção do intermediário financeiro como contraparte do cliente (art.º s 346.º);
- (ii) O regime de conflito de interesses em situações de antecipação na negociação (art.º 347.º);
- (iii) A enunciação de típicas operações por conta própria: as operações de fomento de mercado <sup>35</sup> (art.º 348.º do CVM); as operações de estabilização de preços de uma determinada categoria de valores mobiliários (art.º 349.º do CVM), e o empréstimo de valores mobiliários (art.º 350.º do CVM).

Em 2008<sup>36</sup> foi aditado neste capítulo do CVM o artigo 350.º-A, nos termos do qual o intermediário financeiro autorizado a atuar por conta própria está obrigado a comunicar à CMVM os ativos que detém - diretamente ou por sociedade por si dominada - que se encontrem domiciliados ou sejam geridos por entidade sediada em Estado que não seja membro da União Europeia, visando o reforço da transparência de ativos detidos.

Circunscrevo-me às operações previstas no artigo 346.º do CVM

---

<sup>32</sup> Antunes, José A. Engrácia, *Direito Dos Contratos...*, pp. 302

<sup>33</sup> Almeida, Carlo Ferreira, “Transações de conta alheia...”, pp. 294

<sup>34</sup> Leitão, Luís Menezes, “Actividades de Intermediação Financeira ...”, pp. 136

<sup>35</sup> Nos termos do artigo 348.º do CVM, na redação inicial estas operações “*visam a criação de condições para a comercialização regular num mercado de uma determinada categoria de valores mobiliários, nomeadamente o incremento da liquidez*”;

<sup>36</sup> DL n.º 211-A/2008, de 3 de novembro

#### 4. Intervenção como contraparte dos clientes

Nos contratos referidos no art.º 346.º/1 do CVM o intermediário financeiro atua em nome do cliente *“agindo como comprador ou vendedor por conta própria, isto é, como contraparte no negócio de execução. Esta operação é conhecida no direito alemão, como Kommission mit Sebsteintritt, expressão que, na literatura espanhola, foi traduzida por “autoentrada del comissionista”*<sup>37</sup>.

Nestas situações, o intermediário financeiro *“toma a decisão, de negociar directamente com o cliente, fora de mercado, comprando-lhe os valores que ele pretende vender ou alienando-lhe os valores que pretende adquirir”*<sup>38</sup>.

A doutrina tem reconduzido estas situações à figura do contrato consigo mesmo (art.º 261.º do CC) ou da *“auto-entrada do comissário”*<sup>39</sup> do direito comercial.

No contrato consigo mesmo *“intervém uma só pessoa que age simultaneamente na qualidade de parte e na qualidade de representante da outra parte ou na qualidade de representante de todas as partes”*<sup>40</sup>.

A aceitação da figura jurídica dos negócios consigo mesmo não foi consensual na doutrina estrangeira <sup>41</sup> nem na doutrina portuguesa, questionando-se mesmo se haveria um verdadeiro contrato<sup>42</sup>.

---

<sup>37</sup> Almeida, Carlo Ferreira, “Transações de conta alheia...”, pp. 298 e Neto, Abílio “Código Civil Anotado”, pp.180

<sup>38</sup> Borges, Sofia Leite, “O conflito de interesses ...”, pp.397

<sup>39</sup> Almeida, Carlos Ferreira, *Contrato I* ...,pp. 147

<sup>40</sup> Almeida, Carlos Ferreira, *Contrato I* ...,pp. 146

<sup>41</sup> Albuquerque, Pedro, *A representação voluntária* ... pp. 390 e 391, refere que na Alemanha, na discussão dos anteprojetos que antecederam o BGB, enquanto no primeiro anteprojeto se decidia favoravelmente não obstante a possibilidade de eventuais conflitos, no 2º anteprojeto impunham-se restrições.

<sup>42</sup> Vide Serra, Adriano Vaz “Contrato Consigo mesmo” pp. 179 afirma *“É discutida a possibilidade jurídica destes contratos. Antes de mais, pode perguntar-se se haverá então verdadeiro contrato”; concluindo (pp. 180) que “não é essência do contrato a existência de duas ou mais vontades, produto psicológico de duas ou mais pessoas, mas apenas de duas ou mais declarações de vontade, representando interesses diferentes”*.

Este Autor assinalava a perigosidade do contrato consigo mesmo (pp. 180) dado que: *“Se todos os interesses das duas partes são opostos, pode ser temer que o representante sacrifique os do representado a favor dos seus ou, no caso de dupla representação, sacrifique um dos representados em benefício de outro”*.

A figura do contrato consigo mesmo é assim “*um instituto relevante para a regulação de conflitos de interesse gerados por efeito da atribuição, de poderes de representação. Conforme as circunstâncias, o contrato é válido ou anulável*”<sup>43</sup>.

Pedro Caetano Nunes refere: “*O regime do negócio consigo mesmo visa proteger o representado do perigo de uma atuação do representante em conflito de interesses*” (...) tendo em conta que a probabilidade de preterição dos interesses do representado é tão elevada, que o legislador optou por afectar a eficácia dos negócios jurídicos, sem necessidade de prova da efectiva ocorrência de uma actuação em conflito de interesses, como prejuízo para o representado”<sup>44</sup>.

No artigo 261.º do CC prevêm-se duas situações<sup>45</sup>:

- “*ou alguém representa em simultâneo ambas as partes de determinados negócios – é a chamada dupla representação*”<sup>46</sup>;
- “*ou o representante atua nessa sua qualidade, e ao mesmo tempo, em nome próprio e portanto como contra parte – trata-se do autocontrato ou autonegócio*”.

As situações subjacentes ao regime do art.º 346.º do CVM aproximam-se do “*autocontrato ou autonegocio*”<sup>47</sup>, do contrato de comissão<sup>48</sup>.

---

<sup>43</sup> Almeida, Carlo Ferreira, *Contrato I* ..., pp.146

<sup>44</sup> Nunes, Pedro Caetano, “Jurisprudência sobre o dever de lealdade...”, pp.193

<sup>45</sup> Albuquerque, Pedro, *A representação voluntária* ..., pp. 935 e 936

<sup>46</sup> Relativamente ao duplo mandato ou dupla comissão vide Borges, Sofia Leite, “A regulação Geral dos Conflitos...”, pp. 75. A Autora enuncia como situação típica do conflito entre clientes investidores a “*decorrente das ordens transmitidas pelos clientes poderem ser cruzadas fora do mercado, com eventual benefício de um cliente e em detrimento de outro*”. Sendo uma situação abrangida pelo art.º 261.º do CC “*implica que o intermediário actue por conta de vários clientes com interesses contrapostos, recebendo e executando as ordens por aqueles transmitidas ou gerindo as respetivas carteiras*”.

<sup>47</sup> Almeida, Carlo Ferreira, *Contrato I* ..., pp.147-148. O Autor afirma: “*Afins dos contratos consigo mesmo (ou, num conceito lato, uma especial classe destes) são os contratos celebrados pelo comissário com o seu comitente, no âmbito dos poderes atribuídos pelo comitente para actuação por sua conta mas em nome do comissário*”.

<sup>48</sup> Almeida, Carlo Ferreira, *Contrato I* ..., pp.148. O Autor salienta que existem diferenças entre o contrato consigo mesmo e o contrato de comissão, regulado no artigo 266.º Ss. do Código Comercial já que no primeiro “*há duas declarações do representante; na auto-entrada do comissário, este emite apenas a sua própria declaração, sendo a função da outra substituída pelo contrato de comissão*”.

Nos termos do disposto no artigo 266.º do Código Comercial o mandatário executa o mandato mercantil sem menção ou alusão ao mandante, contratando por si e em seu nome, como principal e único contraente (aplicando-se as regras do mandato sem representação prevista no art.º 1180.º e Ss. do CC).

No artigo 274.º do mesmo diploma regula-se a compra e venda ao comitente atuando por conta própria.

No capítulo relativo ao conflito de interesses associados aos contratos subjacentes ao art.º 346.º do CVM analisarei o regime de validade e confirmação dos negócios celebrados.

## 5. Conflitos de interesses associados à atuação como contraparte do Cliente

Têm sido apresentadas diversas modalidades de conflitos, salientando-se as seguintes<sup>49</sup>:

- Conflito interno (que “*exprime um paradoxo “intimo, de alguém que quer uma coisa e, simultaneamente, quer outra incompatível com a primeira”*”) e conflito externo (“*duas ou mais pessoas em relação que querem coisas opostas, incompatíveis e inconciliáveis*”);
- Conflito estático (“*mera contraposição fáctica de interesses conflitantes, preexistente à conclusão da operação*”) e conflito dinâmico (“*pressupõe já a intervenção do direito e a configuração da situação como um abuso, ou seja, como incumprimento de um dever de prossecução dos interesses de outrem*”);
- Conflitos pessoais e entre intermediários e clientes (“*Pela positiva, o conflito pessoal é aquele que contrapõe o interesse de um cliente a um interesse próprio do intermediário financeiro*”).(...)*“A atuação como contraparte configura uma hipótese de conflito pessoal de interesses contrapostos”*

### 5.1. Tipos de conflitos entre os interesses dos intermediários e dos clientes

Ao equacionar situações de conflito entre os interesses do intermediário financeiro e dos clientes, partilho da opinião de Sofia Leite Borges<sup>50</sup>:

*“Atendendo ao carácter polifuncional do intermediário financeiro em causa, ou do grupo financeiro que se integra podemos observar que as hipóteses de conflito de interesses são tanto mais frequentes quanto maior for o número de actividades exercido pelo intermediário financeiro. Se for um banco pode sugerir a uma sociedade que está em dívida para consigo,*

---

<sup>49</sup> Citando Borges, Sofia Leite, “O conflito de interesses...”, pp. 328, 329, 330 e 397.

<sup>50</sup> Borges, Sofia Leite, “A regulação Geral do Conflito...”, pp. 72

*emitir valores mobiliários que são colocados pelo próprio banco ou por um outro intermediário pertencente ao mesmo grupo, a troco de uma comissão, enquanto simultaneamente o intermediário financeiro ou outro intermediário do próprio grupo recomenda aos seus clientes que adquiram esses valores, assim transferido para estes o risco de um incumprimento e permitindo à sociedade os meios necessários para liquidar o empréstimo”* .

Embora descrita em 2007 esta situação passou do plano hipotético à triste realidade em 2014, com o colapso do Banco Espírito Santo, S.A.

O intermediário financeiro é diariamente, na prestação de serviços financeiros, tentado a favorecer os seus interesses em detrimento dos clientes por conta de quem intervém:

*“quando os valores a vender ao cliente já estejam na sua titularidade e ele se pretenda desfazer deles;*

*quando os valores sejam objecto de uma oferta pública que o intermediário financeiro tomou firme ou cuja colocação garantiu;*

*quando os valores a vender ao cliente sejam por si emitidos;*

*quando receba contrapartidas (pecuniárias ou outras) por parte das entidades emitentes dos referidos valores ( as chamadas soft e hard commissions).*

*Noutras situações, o interesse potencialmente conflituante do intermediário financeiro poderá ser o de efectuar o maior número possível de transacções por conta do cliente, para assim cobrar um número elevado de comissões, independentemente de tais operações corresponderem, ou não, ao interesse do cliente investidor.*

*Em outros casos ainda, o intermediário apenas estará interessado em obter mais valias, decorrentes da sua actuação, por conta própria, em mercado, ainda que tais proveitos sejam percebidos a expensas do cliente”* <sup>51</sup>.

Têm sido enunciadas como típicas situações geradoras de conflitos entre os interesses dos intermediários financeiros e os dos clientes, para além da atuação como contraparte, as seguintes <sup>52</sup>:

---

<sup>51</sup> Borges, Sofia Leite, “A regulação Geral do Conflito...”, pp. 73-74

- a) Antecipação na negociação (*frontrunning*): o intermediário ao receber uma ordem de um cliente antecipa à sua execução uma outra operação para a carteira própria ou de outro cliente, procurando um impacto no preço dos valores mobiliários em causa que lhe será favorável (vide art.º 347.º do CVM).
- b) Venda por antecipação (*duplo mandato ou dupla comissão*): o intermediário atuando por conta alheia, e de vários clientes com interesses contrapostos, executa as ordens de compra ou venda fora de mercado, em benefício de uns e prejuízo de outros.
- c) Agregação e afetação de ordens: o intermediário financeiro agrega as ordens recebidas que executará para a carteira própria ou de clientes, mediante a introdução de uma única oferta no sistema de negociação (vide art.º 328.º A e 328.º-B do CVM).
- d) Antecipação à emissão de um conselho ou recomendação (*scalping*): o intermediário, registado para a emissão de recomendações de investimento, adquire um elevado número dos valores mobiliários em causa com o objetivo de conseguir elevados incrementos patrimoniais após emitir a recomendação de compra desses títulos (vide 12.º a 12.º D e 309.º D).
- e) Distribuição de valores mobiliários a carteiras geridas: o intermediário registado para a gestão de carteiras afeta os valores mobiliários em função da maior rentabilidade para o titular, mas para obtenção de vantagem própria ou para outro cliente.

Estas situações poderão não estar enunciadas no contrato de gestão de carteira. Porém, em razão do dever geral de informação, o intermediário financeiro terá de as comunicar ao investidor (vide art.º 312.º /1 al. c.) do CVM).

Podem também ocorrer conflitos desta natureza quando o intermediário financeiro tenha interesse em transacionar valores mobiliários de

---

<sup>52</sup> Borges, Sofia Leite, “A regulação Geral do Conflito...”, pp. 74 – 77 e “Conflitos de interesses...” pp. 316 e Ss., em particular pp.407 e seg.



emitentes com quem esteja em relação de domínio ou de grupo ou dele próprio.

- f) Intermediação excessiva (*Churning*): o intermediário financeiro atuando por conta alheia compra ou vende valores mobiliários por conta de um cliente, tendo como objetivo gerar comissionamento e não os melhores interesses desse cliente (vide art.º 310.º do CVM).

## 5.2. Tipos de conflitos associados à atuação como contraparte

A atuação como contraparte do cliente constitui uma das múltiplas situações identificadas pela doutrina em que o intermediário financeiro acaba por se envolver em situações geradoras de conflitos entre os seus interesses e os interesses dos clientes.

Segundo Luís Menezes Leitão <sup>53</sup> “*sendo-lhe permitido atuar como contraparte, o intermediário terá sempre ínsito à sua atuação um interesse diretamente oposto ao do cliente. Essa oposição direta faz colocar ao intermediário a interrogação de se deverá atuar em prossecução do interesse do investidor, ou se atuará de acordo com os seus interesses*”.

Podendo o intermediário financeiro atuar como contraparte dos contratos em que intervém em nome próprio e em nome dos clientes poderá entender que as ordens que lhe são transmitidas para execução seriam as mais convenientes para os seus interesses, desconsiderando ou minimizando os efeitos que ocorrerão na esfera dos ordenadores. Por exemplo, quando perante uma ordem de venda de um cliente, o intermediário não segue a política da execução nas melhores condições (art.º 330.º do CVM), optando por vender valores mobiliários que estão na sua carteira.

Nas transações de valores mobiliários, entre carteira própria e dos clientes, várias situações se poderão equacionar: por exemplo, a de um intermediário tem interesse em vender obrigações de curto prazo, fazendo por imputação à conta de um cliente que pretende adquirir esses instrumentos financeiros.

---

<sup>53</sup> Leitão, Luis Menezes, “Atividades de Intermediação Financeira...”, pp. 137

Estará em causa uma situação que gera, necessariamente, um conflito entre os interesses do Banco e os interesses do Cliente?

A resposta a esta questão exige uma precisão do conceito de “*conflito*” e de “*interesses*” que releva para o presente estudo, conforme farei no capítulo subsequente.

## 6. Noção de conflitos de interesses

### 6.1. Noção de conflito

O conceito “*conflito*” tem uma realidade extrajurídica de “*embate*” ou “*oposição*” que implica a existência de duas ou mais forças em oposição. No direito poderão também assumir uma polissemia de sentidos e de relevância para o objeto do estudo.

O legislador comunitário enuncia as situações que visa tutelar:

*“As circunstâncias que devem ser consideradas como originando um conflito de interesses devem abranger os casos em que se verifica um conflito entre os interesses da empresa ou de certas pessoas relacionadas com a empresa ou com o grupo a que pertence e os deveres da empresa face a um cliente, ou entre os interesses divergentes de dois ou mais dos seus clientes, perante os quais a empresa tem, em cada caso, um dever. Não é suficiente que a empresa possa vir a obter um benefício no caso de não se verificar igualmente uma possível desvantagem para um cliente ou que o cliente perante o qual a empresa tem um dever possa vir a obter um ganho ou a evitar um prejuízo, sem se verificar um possível prejuízo concomitante para um outro cliente”*<sup>54</sup>.

Assim é defensável que “*embora não obrigue à demonstração de uma incompatibilidade de interesses – no sentido de que não se possa satisfazer um sem o outro sai a lesado -, dispõe-se directamente que tais conflitos apenas relevam se implicarem prejuízo para uma das partes. Assim, se uma parte tem um benefício sem que a outra sofra uma desvantagem, não há tecnicamente conflito para efeitos do regime comunitário*”<sup>55</sup>.

---

<sup>54</sup> Considerando 24 da Diretiva de Execução

<sup>55</sup> Câmara, Paulo, “A Regulação baseada...”, pp. 24

Entendo que o conceito de conflito que releva se traduz na *existência de duas ou mais forças com sentidos contrários a que se associa a possibilidade de ocorrência de um dano.*

## 6.2. Noção de Interesse

O conceito de “*interesse*” reconduz-se, em termos semânticos, à “*atenção*”, “*à importância*” dada por um sujeito a um objeto ou a uma finalidade.

Na teorização do conceito de “*interesse*” considero útil a referência ao pensamento de Savigny, que “*construía todo um sistema de direito privado assente na vontade humana como expressão última de liberdade, que teria como seu instrumento privilegiado o direito subjetivo enquanto «poder da vontade»*”<sup>56</sup>.

Em sentido contrário, Jhering “*rejeitaria a definição de direito subjetivo com base na ideia de vontade. Para o autor, uma vez que uma tal definição implica que a vontade esteja de alguma forma presente em todo o direito, esta teria como consequência necessária, desde logo, o não reconhecimento da existência de verdadeiros direitos em pessoas totalmente privadas de vontade racional, ou a existência de direitos que os seus titulares desconhecem, não podendo, por isso ter qualquer espécie de vontade a seu respeito*”<sup>57</sup>.

Para este Autor os “*direitos não existem para realizar a ideia de vontade jurídica abstrata, mas antes para servir os interesses, as necessidades, os fins do tráfego. (...) Os direitos não produzem nada de inútil. A utilidade - não a vontade - é a substância do direito*”<sup>58</sup>.

Pedro Pais de Vasconcelos salienta que Jhering inverte o pensamento que “*situava o direito subjetivo na liberdade, na faculdade, no poder que o seu titular tinha de exercer o poder sobre um bem e define-o de modo*

---

<sup>56</sup> Rego, Margarida Lima, *Contrato de Seguro...*, pp. 173

<sup>57</sup> Rego, Margarida Lima, *Contrato de Seguro...*, pp. 174, 175

<sup>58</sup> Rego, Margarida Lima, *Contrato de Seguro...* pp. 175

*radicalmente novo: Os direitos subjetivos são interesses juridicamente protegidos.*

*O direito subjetivo deixa de ser algo que é inato e inerente à qualidade humana e passa a ser uma concessão da ordem subjetiva. O ponto de ancoragem da noção de direito subjetivo muda do poder para o interesse.” (...)* Os direitos transformam-se ao longo da vida. O titular do direito subjetivo não deixa de o ser em caso de falta ou deficiência do seu discernimento ou vontade”<sup>59</sup>.

Há assim uma “diferença entre a «subjetividade» da vontade e a «objetividade» do interesse»”<sup>60</sup>.

*“A partir da construção de Jhering, a doutrina passa a expor a alternativa entre a teoria da vontade, que situa geralmente em Savigny e Windscheild e a teoria do interesse, que atribui a Jhering”*<sup>61</sup>

Na apreciação das teorias expostas conclui Margarida Lima Rego:

*“A teoria do interesse contrasta com a teoria da vontade: por um lado, temos os que reconduzem a característica primordial do direito subjetivo a um espaço de liberdade, a uma oportunidade de escolha atribuída ao seu titular, por outro lado aqueles que instrumentalizam o conceito de direito subjetivo à prossecução de um determinado fim, à proteção de determinados aspetos do bem-estar do seu titular, ou que buscam a fundamentação última da vinculatividade dos negócios jurídicos em princípios extrínsecos à autodeterminação das partes”*<sup>62</sup>.

Salientando diversas posições - nomeadamente a de Pessoa Jorge para quem o interesse é “um ponto de vista de relação entre a situação de necessidade ou carência de determinada pessoa e o bem lato sensu capaz

---

<sup>59</sup> Vasconcelos, Pedro Pais, *Teoria Geral...*, pp.252

<sup>60</sup> Múrias, Pedro, <http://muriasjuridico.no.sapo.pt/InteresseOOQueE.pdf>, pag.26

<sup>61</sup> Vasconcelos, Pedro Pais, *Teoria Geral...*, pp.255

<sup>62</sup> Rego, Margarida Lima, *Contrato de Seguro...*, pp. 178, 179

de preencher essa carência”<sup>63</sup> – a Autora faz referência a um entendimento que considero útil para o presente estudo:

*“Em sentido diverso se fala em interesse quando se define o conceito como relação entre um sujeito e um bem” (...) “É este um sentido de sabor jheringuiano: o interesse como aptidão ou utilidade de um bem para satisfação de uma necessidade de um determinado sujeito. Nesse sentido se diz por vezes que o dano - o dano real - corresponde à negação ou lesão de um interesse”*<sup>64</sup>.

Pedro de Albuquerque opta pela definição de interesse como *“relação entre o sujeito e o bem apto a satisfazer tal necessidade, determinada na previsão ou valoração que dela faz o ordenamento jurídico”*<sup>65</sup>.

Sigo a proposta de definição *“interesse como a relação entre o sujeito de uma necessidade e o bem que necessita”*, considerando a *“distinção entre os conceitos de interesse objectivo e de interesse subjectivo, correspondendo o primeiro à «virtualidade que determinados bens têm para a satisfação de certas necessidades» e o segundo à «relação de apetência que se estabelece entre o sujeito carente e as realidades aptas a satisfazê-lo»*”<sup>66</sup>.

Resulta do exposto que o conceito de conflito (ou conflitos) de interesses que releva no presente estudo:

- Assenta na existência de relações entre os sujeitos – clientes e intermediários financeiros – e os bens aptos a satisfazer as suas necessidades (valores mobiliários ou instrumentos financeiros que pretendem adquirir ou alienar);
- Sendo valorado o facto de se tratar de relações juridicamente protegidas estabelecidas em sentidos contrários, a que associa a possibilidade de ocorrência de danos.

---

<sup>63</sup> Rego, Margarida Lima, *Contrato de Seguro...*, pp. 187, nota 414

<sup>64</sup> Rego, Margarida Lima, *Contrato de Seguro...*, pp. 186, 187 e 188

<sup>65</sup> Albuquerque, Pedro de, *A representação voluntária...*, pp.935, nota 1477

<sup>66</sup> Rego, Margarida Lima, *Contrato de Seguro...*, pp. 188

## 7. Deveres subjacentes à intermediação financeira

Procuró, neste Capítulo, precisar, ainda que de forma muito sucinta pelas condicionantes subjacentes ao objeto da dissertação, quais os padrões de comportamento exigíveis aos intermediários financeiros, na celebração de negócios jurídicos com os clientes, por forma a aferir da conformidade da sua atuação em situações de conflito de interesses.

Como nota, prévia saliento que não existe uma tipificação de negócios jurídicos em causa, pelo que poderão ser equacionáveis diversas situações jurídicas.

Os contratos de intermediação financeira são contratos fiduciários, são negócios de confiança<sup>67</sup>, sendo determinante para a sua interpretação a articulação com outros “*princípios do direito dos contratos, como o da justiça (ou equidade) do contrato, o da proteção da confiança ou da conduta segundo a boa-fé*”<sup>68</sup>.

Ainda que se esteja no âmbito da autonomia contratual é necessário ter em conta que os contratos a celebrar têm de ser delimitados em função das atividades e serviços financeiros legalmente previstos - e para os quais os intermediários financeiros se registaram (art.º 295.º do CVM).

Fixou-se no CVM que, nas relações com todos os intervenientes no mercado, os intermediários financeiros devem observar os *ditames da boa-fé, de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência* (art.º 304.º / 2).

Todos estes conceitos - *boa-fé, diligência, lealdade e transparência* - funcionam como *cláusulas gerais*, sendo por vezes referenciados de forma indistinta como *conceitos indeterminados*.

---

<sup>67</sup> Frada, Manuel Carneiro da, *Teoria da Confiança...*, pp. 545, 546. O Autor salienta “*a forma de superação do desnível que uma situação jurídica apresenta devido à incongruência entre o meio jurídico empregue o fim que se almeja alcançar*”, e defende que os negócios fiduciários subjacentes à prestação de atividades e serviços financeiros não estão subordinados a uma modalidade restrita podendo, no campo da autonomia contratual, equacionar-se contratos com uma enorme complexidade propostos por profissionais, com conhecimentos especializados, a Clientes com diferentes graus de conhecimentos.

<sup>68</sup> Frada, Manuel Carneiro da, “Sobre a interpretação...”, pp. 978

Em termos conceptuais a doutrina tem distinguido “*conceito indeterminado*” de “*cláusula geral*”: conceito indeterminado como “*aquele cujo conteúdo e extensão são em larga medida incertos*”<sup>69</sup>, e cláusula geral, enquanto “*formulação da hipótese legal que, em termos de grande generalidade, abrange e submete a tratamento jurídico todo um domínio de casos*”<sup>70</sup>.

Opto pela designação de cláusula geral “*que possibilita a receção de normas éticas no direito, através de uma delegação nos juízes do poder de conformação do direito*”<sup>71</sup>.

Constitui uma concretização da boa-fé, a atuação com diligência, lealdade e com transparência, devendo a aferição da conduta ter como medida não o padrão do “*homem médio*” do direito civil, mas um padrão de maior exigência imposto pela referência a “*elevados padrões*” - “*traduz a intensidade do esforço requerido aos titulares dos órgãos no cumprimento dos seus deveres*”<sup>72</sup>-, o que leva a que a culpa do intermediário financeiro se presuma, quando o dano seja causado no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado pela violação de deveres de informação ( art.º 304.º-A/2 do CVM).

### 7.1. Diligência

A aferição da atuação diligente, feita caso a caso, terá por referência uma “*conduta profissionalmente competente, porque designadamente regular, correta, suficiente e atempada, e, portanto, eficiente, quer em termos de optimização das vantagens associadas ao recurso aos mercados, quer em termos de prossecução do interesse do cliente no contexto de determinado (des) investimento em valores mobiliários*”<sup>73</sup>.

---

<sup>69</sup> English, Karl, *Introdução ao pensamento...*, pp. 208

<sup>70</sup> English, Karl, *Introdução ao pensamento...*, pp. 229

<sup>71</sup> Nunes, Pedro Caetano, “Jurisprudência sobre o dever...”, pp.181, 182. O autor partilha “*a perspectiva de que não existe uma diferença abrupta, mas sim uma diferença de grau entre as cláusulas gerais, os conceitos jurídicos indeterminados e os conceitos jurídicos determinados, reconhecendo que a aplicação do direito envolve sempre alguma concretização normativa.*”

<sup>72</sup> Cordeiro, António Menezes, *Código das Sociedades...*, pp.254

<sup>73</sup> Santos, Gonçalo Castilho dos, *A Responsabilidade Civil ...*, pp. 104



Sigo o entendimento exposto, de que atua com *diligência*, o intermediário financeiro que age de forma *regular, atempada e eficiente*.

## 7.2. Lealdade

O dever de lealdade tem sido reconduzido à necessidade de “*atuar de forma honesta, equitativa e profissional*” (art.º s 19º /1 da DMIF 1 e 309.º / 3 do CVM): “*Uma vez que, na prestação de serviços de investimento, o intermediário actua (usualmente ao abrigo de mandato) no interesse do cliente, não pode invocar o art.º 335.º CC para uma cedência recíproca de interesses, se entre si o interesse do cliente e do intermediário de revelarem em colisão*”<sup>74</sup>.

Este dever cobre todas as atividades de intermediação prestadas e todas as pessoas envolvidas nessa prestação - art.304.º/5 do CVM<sup>75</sup> -, sendo particularmente reforçado quando se afere do comportamento dos membros dos órgãos de administração dos intermediários financeiros.

“*A lealdade ganha conteúdo mercê da própria aproximação ao sistema e à boa-fé, na vertente do primado da materialidade subjacente. O dever de lealdade implica a prossecução efetiva de um escopo: não meras atuações formais*”<sup>76</sup>.

Ao nível das relações societárias, em especial no âmbito dos membros dos órgãos sociais, estas matérias têm tido um tratamento bastante acentuado que não será possível desenvolver, em particular em torno da questão da lealdade dos administradores nos termos do disposto no art.º 64.º do CSC<sup>77</sup>.

---

<sup>74</sup> Camâra, Paulo “Conflitos de interesses ...”, pp. 23

<sup>75</sup> Fixa-se no artigo 304.º/ 5 do CVM que os princípios e deveres referidos no capítulo da intermediação financeira se aplicam “*aos titulares do órgão de administração e às pessoas que dirigem efetivamente a atividade do intermediário financeiro ou do agente vinculado e aos colaboradores do intermediário financeiro, do agente vinculado ou de entidades subcontratadas, envolvidos no exercício ou fiscalização de atividades de intermediação financeira ou de funções operacionais que sejam essenciais à prestação de serviços de forma contínua*”.

<sup>76</sup> Cordeiro, António Menezes, *Direito das Sociedades...*, pp. 879

<sup>77</sup> Saliento, no entanto, a opinião de Pedro Caetano Nunes - “Jurisprudência sobre o dever ...”, pp.189 - a propósito da aferição da conformidade de atuação dos membros dos órgãos de administração, que terá sempre de ser feita não em abstrato “*mas sim atendendo às*

### 7.3. Transparência

O dever *de atuação com transparência* está associado ao bom cumprimento de todos os deveres de informação de forma *completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita* (art.º 7º CVM).

Em matéria dos conflitos consagra-se expressamente o dever de agir por forma a assegurar aos clientes um *tratamento transparente e equitativo* (309.º/2 do CVM).

A doutrina tem salientado como concretização da atuação com transparência a “*necessidade de insistir na valência fundamental da informação, cuja relevância acaba por se desdobrar em duas vertentes complementares: quanto maior e melhor for a informação prestada sobre tudo o que tem a ver com o exercício da actividade bancária, maior certeza existe de que as vontades negociais da clientela bancária são formadas em liberdade, com consciência das responsabilidades efectivamente assumidas e noção criteriosa dos riscos envolvidos; mas, por outro lado, cresce igualmente a garantia de que os produtos bancários se rodeiam da necessária transparência e clareza de procedimentos, tendo em vista a respectiva submissão ao crivo criterioso da opinião pública*”<sup>78</sup>.

O cumprimento do dever de transparência impõe a prestação de informação com as características enunciadas na Subseção VIII do capítulo da Intermediação Financeira do CVM, de modo a que o cliente possa conhecer as características e riscos dos investimentos antes de formalizar a sua vontade: “*Se a informação em concreto prestada não permitir ao cliente avaliar de forma esclarecida a situação, não se poderá entender que tenha sido cumprido o dever de divulgação ao cliente*”<sup>79</sup>.

---

*circunstâncias do caso em concreto, através de induções éticas e da ponderação de valores e de argumentos pelo juiz”.*

<sup>78</sup> Ferreira, António Pedro A., *O Governo das Sociedades...*, pp. 188

<sup>79</sup> Borges, Sofia Leite, “A Regulação geral...”, pp. 84

## 8. Regime comunitário – regulação geral

### 8.1. DMIF 1 <sup>80</sup>

A DMIF 1 ao eleger como um dos seus principais objetivos a proteção dos Investidores<sup>81</sup> impõe às empresas de investimento e instituições de crédito que atuem de forma honesta, equitativa e profissional, em função do interesse dos clientes (art.º 19.º / 1 da DMIF 1).

Para tal, as empresas de investimento terão de *“adotar e manter mecanismos organizativos e administrativos eficazes por forma a tomar todas as medidas razoáveis destinadas a evitar que conflitos de interesses”* (art.º 13.º/3 DMIF 1) o que pressupõe a sua identificação (art.º 18/1 DMIF 1).

Caso as medidas adotadas não sejam suficientes para garantir com um *“grau de certeza razoável, que serão evitados os riscos de os interesses dos clientes serem prejudicados”*, o intermediário deve *“informar claramente o cliente, antes de efetuar uma operação em seu nome, na natureza genérica e/ou das fontes desses conflitos de interesses”* (art.º 18/2 DMIF 1).

A DMIF 1 é essencialmente programática, sendo *“designada como uma maximum harmonization directive e caracterizada como uma regulação baseada em normas bastante amplas”*<sup>82</sup>, com princípios e normas de carácter geral, impondo:

- a) A identificação de possíveis conflitos de interesses de dois níveis: entre o intermediário financeiro e seus clientes e entre estes (art.º 18.º DMIF 1);
- b) A adoção de medidas de organização interna de segregação de atividades e funções - com separação entre as diferentes áreas para que seja realizável uma limitação da circulação de informações - assim como uma delimitação do poder decisório, a par da

---

<sup>80</sup> A DMIF 1 consagra a regulação geral dos conflitos de interesses nos artigos 13.º /3 e 18.º.

<sup>81</sup> Cf. Considerando 29

<sup>82</sup> Câmara, Paulo, “A Regulação baseada...”, pp. 62

implementação de mecanismos de controlo interno desta segregação (art.º 13/3 DMIF 1);

- c) A divulgação junto dos clientes - antes de efetuar uma operação em seu nome - da natureza dos conflitos de interesses contrapostos, ou meramente perturbadores do exercício correto e determinado da prestação contratada (art.º 18º/2 DMIF 1).

Decorre do disposto no artigo 18.º da DMIF 1 que a identificação inclui:

- i. As relações internas verticais ou horizontais (entre colaboradores e entre dirigentes e colaboradores);
- ii. As relações dentro do grupo financeiro em que o intermediário se insira;
- iii. As relações entre os clientes.

Relativamente às medidas de organização e segregação orgânica e funcional serão mencionados em capítulo subsequente, a propósito da mitigação dos conflitos exemplos das mesmas.

Salienta-se, no entanto que *“as medidas de organização e funcionamento actuariam assim quer ao nível da circulação da informação, quer ao nível da autonomia decisória entre actividades, evitando o contágio por interesses”*<sup>83</sup>, que decorrem do exercício de outras atividades ou prestação de serviços.

## 8.2. Diretiva de Execução

A Diretiva de Execução - Diretiva de Nível 2<sup>84</sup> - concretizou os deveres previsto na DMIF 1, estabelecendo novos requisitos em matéria de organização e condições de exercício das atividades das empresas de investimento (art.º s 21º a 23º).

---

<sup>83</sup> Borges, Sofia Leite, “A Regulação geral...”, pp. 83

<sup>84</sup> Catarina Trigacheiro sintetiza o processo de decisão comunitária, “Comitologia”, pp. 34, referindo as conclusões do Relatório de Lamfalussy publicado a 15 de fevereiro de 2001, sugerindo a implementação de um processo de regulamentação em quatro níveis, o 1º baseado *em princípios e normas de carácter geral*”; o 2.º *“consiste, em medidas de execução, que concretizam os princípios gerais definidos no Base”*; o 3.º pretende-se atingir uma *“cooperação estreita entre as várias entidades nacionais de supervisão”* e o 4.º relacionado *“com o cumprimento das normas comunitárias”*.

Passou a ser determinante:

- O *grau de independência* das atividades dentro o intermediário, e entre estas e outras entidades do mesmo grupo <sup>85</sup> (art.º 22º/3 Diretiva de Execução);
- A *obrigação de registo* de todos os tipos de atividades ou serviços de investimento nos quais *teve origem um conflito de interesses que implicou um risco significativo* de que os interesses de um ou mais clientes fossem afetados, ou no caso de uma atividade ou serviço em curso, em que tal seja suscetível de ocorrer (art.º 23º Diretiva de Execução);
- A identificação e registo de operações em que intervêm “*Pessoas Relevantes*” (art.º 22/3 da Diretiva de Execução).

Os intermediários financeiros passaram a ser obrigados a manter *registos atualizados de serviços ou atividades que originam conflitos de interesses* (art.º 23.º da Diretiva de Execução, em complemento do art.º 13º/5 da Diretiva DMIF 1).

Em particular, relativamente à *negociação por conta própria*, a Diretiva de Execução elegeu esta atividade como uma das que apresentam uma maior probabilidade de gerar potenciais conflitos de interesses, relevando em particular o exercício de várias atividades de intermediação em conjunto com esta: “*Em especial, considera-se que essa atenção especial é adequada sempre que a empresa ou a pessoa, directa ou indirectamente vinculada à empresa por uma relação de controlo, realize uma combinação de duas ou mais dessas atividades*”<sup>86</sup>.

---

<sup>85</sup> Se o intermediário financeiro estiver no âmbito de um grupo de sociedades a sua política terá de agrupar todas as possibilidades de conflitos de interesses em razão de quaisquer circunstâncias que possam suscitar de acordo com a estrutura e atividades comerciais de outros membros de grupo (art.º 22.º/2 da Diretiva de Execução).

<sup>86</sup> Considerando 24.

### 8.3. DMIF 2 <sup>87</sup>

Após as várias alterações à DMIF 1, o legislador comunitário considerou que a “*crise financeira revelou deficiências no funcionamento e na transparência dos mercados financeiros*” <sup>88</sup>, sendo oportuno a revisão de todo o regime anterior.

A DMIF 2 procura acompanhar a evolução registada na negociação, em particular na negociação algorítmica, e de novos instrumentos financeiros derivados de mercadorias, incluindo contratos de energia, negociados num sistema de negociação organizado (OTF, *organised trading facility*), o surgimento de novas plataformas de negociação. Inclui ainda a regulação aplicável aos depósitos estruturados.

Em matéria de conflito de interesses reitera-se a necessidade de prevenir, mitigar e informar os clientes de possíveis conflitos de interesses <sup>89</sup>, e introduz-se uma referência expressa à origem de conflitos de interesse com base na “*combinação de serviços, incluindo os causados pela aceitação de incentivos de terceiros ou pela própria remuneração da empresa de investimento e demais estruturas de incentivos*” (art.º 23.º /1).

Salienta-se também a regulação da estruturação da remuneração dos colaboradores <sup>90</sup>, e do regime de incentivos e comissionamento <sup>91</sup>.

---

<sup>87</sup> Esta diretiva que revoga a DMIF 1 com efeitos a partir de 03 de janeiro de 2017 (art.º 94.º), é complementada pelo Regulamento (UE) n.º 600/2014, do PE e Com., de 15 de maio de 2014.

<sup>88</sup> No Considerando 4, salienta-se a necessidade de regular as situações em que a negociação ocorre em mercado de balcão (*OTC, over-the-counter*) de modo “*a aumentar a transparência, melhor proteger os investidores, reforçar a confiança, fazer face às áreas não regulamentadas e assegurar que sejam concedidos às autoridades de supervisão poderes adequados para o desempenho das suas tarefas*”.

Caso não exista garantia de que se serão evitados esses riscos os clientes deverão ser informados, devendo a informação ser efetuada num suporte duradouro e ser suficientemente detalhada, de modo a permitir uma decisão esclarecida ( art.º 23/ 2 e 3 ).

<sup>89</sup> Considerando 56. Salienta-se que: “*Caso, no entanto, subsista algum risco residual de prejuízo para os interesses do cliente, será necessário informar claramente o cliente da natureza genérica e/ou das fontes do conflito de interesses e das medidas tomadas para mitigar esses riscos, antes de efetuar uma operação em seu nome.*”

<sup>90</sup> Considerando 77 e artigo 9. 3 / al. c) da Diretiva.

<sup>91</sup> Nos termos do disposto no art.º 24/ 10: “*Uma empresa de investimento que preste serviços de investimento a clientes deve assegurar que o seu pessoal não é remunerado nem o seu desempenho avaliado de forma a entrar em conflito com a sua obrigação de atuar no interesse dos seus clientes. Em particular, não deve tomar medidas relativas a remuneração, objetivos de vendas ou de outro tipo suscetíveis de criar um incentivo ao seu pessoal a recomendar um determinado instrumento financeiro quando a empresa de investimento poderia propor um instrumento financeiro diferente que melhor correspondesse às necessidades desse cliente*”.

## 9. Regime nacional

### 9.1. Do regime geral dos conflitos de interesses <sup>92</sup>

A transposição da DMIF 1 e da Diretiva de Execução exigiram aos intermediários financeiros:

- Um conhecimento profundo do modelo de negócio adotado, de modo a ser possível identificar, em concreto, e para cada atividade de intermediação prestada, potenciais conflitos;
- A identificação das áreas operativas com maior probabilidade de ocorrerem situações de conflitos potenciais ou efetivos<sup>93</sup>;
- A fixação de mecanismos operacionais de prevenção e mitigação desses conflitos;
- A avaliação da eficácia deste sistema pelos órgãos de fiscalização interna, e
- A demonstração interna e externa dessa avaliação.

Complementarmente, foram reforçados os deveres de segregação patrimonial e de separação contabilística, bem como as proibições impostas ao intermediário financeiro de dispor dos valores mobiliários pertencentes aos seus Clientes ou exercer os direitos a eles inerentes, salvo acordo escrito dos titulares (art.º 306.º do CVM).

Temos assim <sup>94</sup>:

- A *delimitação subjetiva*, ou seja, o perímetro das pessoas cujos interesses relevem para efeitos de aplicação do regime – art.º s 309.º-E e 309.º-F do CVM – distinguindo-se conflitos *entre intermediário*

---

<sup>92</sup> Em termos de regime contraordenacional constitui “*contra ordenação muito grave a violação os deveres de respeitar as regras sobre conflitos de interesses*” (art.º 397.º /2/al. b) do CVM), com sujeição a coimas entre 25.000,00€ e 5.000.000,00€ (art.º 388.º / 1/ al. a) do CVM).

<sup>93</sup> Uma das principais alterações está relacionada com a necessidade de autonomização de áreas operacionais e comerciais e segregação de funções, com especial exigência, em termos de negociação por conta própria, para a delimitação das tarefas de execução de *front office* e verificação por parte das áreas de *back office*.

<sup>94</sup> Camâra, Paulo “Conflitos de interesses ...”, pp. 24

*e clientes* (não apenas entre o cliente e a pessoa coletiva prestadora do serviço, mas também entre os clientes e os dirigentes do intermediário, colaboradores e agentes vinculados ou quaisquer pessoas em relação de domínio com o intermediário financeiro) e *conflitos de interesses entre os diferentes clientes*;

- A *delimitação objetiva*, (incompatibilidade de interesses e não a simples concorrência de interesses contrapostos).

Até 2007 decorria do regime geral de conflito de interesses, previsto no artigo 309.º do CVM:

- a) O dever imposto ao intermediário financeiro de se “*organizar e atuar de modo a evitar ou reduzir ao mínimo o risco de conflito de interesses*” (art.º 309.º /1 na redação original);
- b) Em situação de conflito, o dever de “*agir por forma a assegurar aos seus clientes um tratamento transparente e equitativo*” (art.º 309.º /2 na redação original);
- c) O dever de prevalência dos interesses dos clientes (art.º 309.º/ 3 na redação original);
- d) A obrigação de colocar à disposição dos clientes os valores mobiliários pelo preço de aquisição, quando o intermediário realize operações para satisfazer ordens de clientes (art.º 309.º/ 4 na redação original).

Com a transposição da DMIF 1 e da Diretiva de Execução, operada pelo DL n.º 357-A/2007, 31 de outubro, este regime sofreu uma profunda alteração, passando o artigo 309.º do CVM a conter os “*Princípios gerais*”, tendo sido introduzidos novos artigos – art.º s 309.º- A a 309.º G do CVM - com “*deveres instrumentais*”<sup>95</sup>:

- a) De organização;
- b) De planeamento e execução da política de conflitos de interesses;
- c) De recenseamento e de comunicação.

---

<sup>95</sup> Camâra, Paulo “Conflitos de interesses ...”, pp. 26



a) Deveres de organização<sup>96</sup>

Na referência à natureza da política em matéria de conflitos de interesses impõe-se que esta deve ser adequada à dimensão e organização do intermediário financeiro (art.º 309.º - A/1 do CVM)<sup>97</sup>.

Assumirá particular relevância a estrutura societária adotada e a existência de sociedades dominadas pelo intermediário financeiro fora de território comunitário, atendendo à negociação de instrumentos financeiros e respetiva contabilização, quer na casa mãe quer nesses estabelecimentos.

Refira-se que o intermediário financeiro autorizado a atuar por conta própria deve comunicar à CMVM os ativos por si detidos, ou por sociedade

---

<sup>96</sup> A par do regime referido, a reformulação de toda a Seção III (Organização e exercício) do Capítulo VI do CVM, reflete a preocupação de limitar a ocorrência de conflitos de interesses entre o intermediário financeiro e os Clientes, em particular na negociação por conta própria, salientando-se:

- A imposição do princípio da *segregação patrimonial* com a clara distinção em todos os atos que pratique e nos registos contabilísticos e de operações entre os bens pertencentes ao seu património e os bens pertencentes ao património de cada um dos clientes (art.º 306.º /1 do CVM);
- A obrigatoriedade de *conservação dos registos e contas* de modo a permitir, em qualquer momento e de modo imediato, distinguir os bens pertencentes ao património de um cliente, dos pertencentes ao património de qualquer outro cliente, bem como dos bens pertencentes ao património do intermediário financeiro (art.º 306.º /5/al a) e 307.º do CVM);
- O dever de manter os registos e contas organizados de modo a garantir a sua exatidão e, em especial, a sua correspondência com os instrumentos financeiros e o dinheiro dos clientes (art.º 306.º /5/al b) do CVM);
- A necessidade de autorização expressa dos Clientes para que o intermediário financeiro possa dispor, *no seu interesse ou no interesse de terceiros* dos instrumentos financeiros pertencentes aos Clientes, (art.º 306.º /3 e 306.º B do CVM);
- O dever de colocar à disposição dos Clientes *os instrumentos ou dinheiro de/para operação sobre os mesmos no próprio dia em que esses valores estejam disponíveis na conta do intermediário* ou até ao dia seguinte se as regras do sistema de liquidação não o permitirem mais cedo (art.º 306.º D/ 1 do CVM);
- O dever de *abstenção de incitar os seus clientes a efetuar operações repetidas sobre instrumentos financeiros*, incluindo a concessão de crédito, ou de as realizar por conta deles, quando tais operações tenham como fim principal a cobrança de comissões ou outro objetivo estranho aos interesses do cliente (art.º 310/1 do CVM);
- A proibição de receção/oferta por parte do intermediário de financeiro de “*benefícios ilegítimos*” remuneração, comissão ou benefício não pecuniário - relativos à prestação de serviço em causa (art.313.º do CVM).

<sup>97</sup> Atendendo à integração do intermediário financeiro em grupos societários foi imposto que a política de conflitos deve ter em conta “*quaisquer circunstâncias que são, ou deveriam ser, do conhecimento*” do intermediário que sejam “*suscetíveis de originar um conflito de interesses decorrente da estrutura e atividades comerciais de outras sociedade do grupo*” (art.º 309.º-A/2 do CVM).

por si dominada, “*que se encontram domiciliados ou sejam geridos por entidade sediada em Estado que não seja membro da União Europeia*” (art.º 350.º - A do CVM).

Em termos de organização interna e do sistema de controlo do cumprimento (art.º 305º-A do CVM) foram fixadas diversas regras e procedimentos que serão referenciados no capítulo subsequente, em razão da respetiva relevância para o tema em análise.

b) Deveres de planeamento e execução da política de conflitos de interesses

Os intermediários financeiros passaram a ser obrigados a adotar uma *política de conflitos de interesses*, reduzida a escrito (art.º 309.º-A/ 1 e 3 do CVM):

- Adequada à sua dimensão, à sua organização e aos serviços efetivamente prestados, com especial atenção para a complexidade das atividades desenvolvidas (art.º 309.º-A/ 1 do CVM);
- Com identificação, relativamente às atividades de intermediação financeira específicas, das circunstâncias que constituem ou podem dar origem a um conflito de interesses (art.º 309.º-3/ al. a) do CVM);
- Especificando os procedimentos a seguir e as medidas a tomar, a fim de gerir esses conflitos (art.º 309.º-3/ al. b) do CVM).

A política de conflitos de interesses aplica-se a todos os colaboradores que atuem em nome do intermediário financeiro, de forma direta ou indireta (subcontratados ou outros em regime de prestação de serviços).

c) Deveres de registo e de comunicação

Impõe-se a implementação de procedimentos *para manter e atualizar regularmente os registos de todos* os tipos de atividades de intermediação financeira, realizadas diretamente pelo intermediário financeiro ou em seu nome (com especial atenção para o regime de subcontratação previsto nos

artigos 308.º e seguintes do CVM) - que poderão originaram um conflito (Art.º 309.º-C do CVM).

Em matéria de deveres de comunicação, o intermediário passou a estar obrigado a:

- a) Prestar informação quando à *“origem e à natureza de qualquer interesse”* que tenha ou que qualquer pessoa, que em nome dele aja possa ter, no serviço a prestar, sempre que as medidas organizativas adotadas em matéria de conflito de interesses *“não sejam suficientes para garantir, com um grau de certeza razoável, que serão evitados o risco de os interesses dos clientes serem prejudicados”* (art.º 312.º/1/c) do CVM);
- b) Efetuar uma descrição *“ainda que apresentada sinteticamente, da política em matéria de conflitos de interesses seguida”*, para além de ter de prestar todas as informações adicionais que lhe sejam solicitadas (art.º 312.ºC/1/h) do CVM), quando negocie com investidores não qualificados.

## 9.2. Conflitos associados à intervenção como contraparte

Em particular, a prevenção de conflito dos interesses dos intermediários e dos clientes, nas situações em que os primeiros intervêm como contraparte dos seguintes, passa pela autorização ou confirmação dos negócios celebrados por parte dos Clientes (art.º 346/ 1 do CVM).

No direito dos valores mobiliários existe uma situação de conflito dado *“sendo-lhe permitido atuar como contraparte, o intermediário terá sempre insito à sua atuação um interesse diretamente oposto ao do cliente. Essa oposição direta faz colocar ao intermediário a interrogação de se deverá atuar em prossecução do interesse do investidor, ou se atuará de acordo com os seus interesses ”*<sup>98</sup>.

---

<sup>98</sup> Leitão, Luís Menezes, “Atividades de Intermediação Financeira...”, pp. 137

No direito civil esta matéria reduz-se à figura do contrato consigo mesmo, (261.º CC), sendo anulável o negócio celebrado pelo representante consigo mesmo. A título excecional, o negócio será válido desde que:

- O representado tenha especificadamente consentido na celebração<sup>99</sup>,  
ou
- O negócio exclua por sua natureza a possibilidade de um conflito de interesses.

A consagração das exceções enunciadas leva a que o “*conflito de interesses deva ser entendido, no fundo, como um conflito entre vontades ou fins predeterminados pela vontade predeterminada do representado*” (...) e os potenciais visados pelo representado (no sentido de que o conflito de interesses entre o representante e o representado) sendo, na verdade, um conflito entre vontades”<sup>100</sup>.

Relativamente à natureza da sanção prevista na lei civil, questiona-se se está em causa uma situação de invalidade do negócio ou a ineficácia do mesmo.

No direito dos valores mobiliários, o legislador consagrou a permissão do negócio desde que o cliente, “*por escrito*”, o tenha “*autorizado ou confirmado*” (art.º 346/1 do CVM).

O regime da autorização prévia ou da confirmação do negócio tem subjacente o cumprimento do dever de transparência previsto no art.º 309.º/2 do CVM, uma vez que o intermediário terá sempre de interagir com o cliente, cumprindo esse dever antes ou depois da realização do negócio.

“*Assim, quando pretenda obter a autorização prévia do cliente, o intermediário financeiro deve informá-lo de que pretende agir como sua contraparte no negócio fora de mercado, indicando o preço pelo que está disposto a comprar ou a vender os valores, bem como o preço de mercado dos mesmos, caso este seja, respetivamente, superior ou inferior àquele. O*

---

<sup>99</sup> Serra, Adriano Vaz “Contrato Consigo mesmo” pp.227, “*Afigura-se conveniente exigir uma autorização clara e específica do representado, pois qualquer não mostra suficientemente que este quis autorizar o contrato do representante consigo mesmo e teve consciência do risco que corria*”.

<sup>100</sup> Albuquerque, Pedro, *A representação voluntária* ... pp. 935, nota 1477

*cliente deve ficar perfeitamente esclarecido quanto aos termos da operação e suas implicações designadamente, patrimoniais”*<sup>101</sup>.

Relativamente ao regime da autorização, considero útil a seguinte precisão concetual efetuada por Pedro Leitão Pais de Vasconcelos<sup>102</sup>, no sentido de estarmos perante uma autorização constitutiva, enquanto *“ato destinado especificamente a provocar, em conjunto com a autonomia privado do autorizado, a aquisição de legitimidade por parte deste, através da paralisação dos efeitos de defesa da situação jurídica do autorizante e da reflexa constituição, na esfera jurídica do autorizado, de uma posição jurídica de beneficiário dessa paralelização, o que possibilita a sua atuação”*.

Este Autor efetua a distinção entre o regime jurídico da autorização e o regime jurídico subjacente à representação típica de emissão de uma procuração, nos seguintes termos: enquanto o autorizado atua em nome próprio, o representante age em nome alheio e não por sua própria conta, declarando *“que os efeitos do negócio são dirigidos à esfera do dominus”*<sup>103</sup>.

Por outro lado, a confirmação do negócio aproxima-se da aprovação, dado que ocorre posteriormente à sua realização, e não se confunde com a ratificação, *“especificamente destinada a cessar a ineficácia causada pela falta de poderes de representação”*<sup>104</sup>.

Refira-se que a existência de autorização prévia ou confirmação do negócio não inclui a aceitação de todos os seus efeitos, ou seja, não significa que o cliente não possa vir a responsabilizar o intermediário financeiro em termos cíveis por danos ocorridos.

---

<sup>101</sup> Borges, Sofia Leite, “O conflito de interesses...”, pp. 400

<sup>102</sup> Vasconcelos, Pedro Leitão Pais de, “A Autorização”, pp. 152

<sup>103</sup> Vasconcelos, Pedro Leitão Pais de, “A Autorização”, pp. 287

<sup>104</sup> Vasconcelos, Pedro Leitão Pais de, “A Autorização”, pp. 321

Refere o Autor a propósito da ratificação: *“se falta a titularidade do poder de representação o agente não terá legitimidade para praticar o ato de representação pelo que o ato será parcialmente ineficaz na parte afetada pela ilegitimidade, não sendo os seus efeitos dirigidos à esfera jurídica do dono do negócio. Ou seja, o ato será ineficaz relativamente ao dono do negócio”* (pp. 297).

Refira-se o seguinte exemplo:

Ao celebrar o negócio de compra ou venda de valores mobiliários o intermediário financeiro informa o cliente das condições desse negócio, em termos de preço e do facto de as condições da transação serem idênticas às de outras transações que ocorrem no mercado em que se encontram admitidos os valores.

Cumpra com o disposto no citado artigo 346.º/1 do CVM o intermediário financeiro que obtenha autorização (prévia) do cliente para a celebração do negócio ou a sua confirmação (aprovação).

Poderá ainda assim, o negócio manifestar-se objetivamente lesivo dos interesses do cliente que toma conhecimento de que o preço de compra ou venda era superior ao preço de mercado. Nesse caso, o cliente pode recorrer judicialmente, invocando a ilicitude do ato porque contrário ao princípio da prevalência dos interesses do intermediário sobre os seus interesses.

E se o cliente não autorizar o negócio?

Poderá questionar-se se estaremos perante uma situação de invalidade ou de ineficácia.

Tratando-se de uma situação de invalidade, o negócio será nulo ou anulável?

A opção por uma situação de nulidade poderá ser considerada excessiva tendo em conta: (i) a natureza dos interesses em causa, já que não se trata de questões de ordem pública; (ii) o facto de estar em causa a tutela de interesses privados e não públicos; e (iii) a ausência de uma solução idêntica para situações semelhantes no direito civil.

Em situações paralelas no direito civil, a propósito do negócio consigo mesmo, o legislador optou pela anulabilidade (art.º 261.º CC).

Poder-se-á aplicar a mesma solução se o cliente não autorizar nem confirmar o negócio celebrado pelo intermediário financeiro como contraparte do cliente?

Esta opção seria consentânea com o direito civil, aplicando-se analogicamente do regime do contrato consigo mesmo (art.º 261.º do CC):

os interesses do cliente estariam sempre acautelados, já que, antes de intentar a ação de anulabilidade poderia, se o entendesse oportuno, concluir pela confirmação do negócio, sanando assim a invalidade (art.º 288.º do CC)<sup>105</sup>.

Salienta-se, no entanto, que sendo o regime em análise datado de 1999, o legislador não optou pela consagração do regime da invalidade em conformidade com o direito civil, para além de esta solução ter sido questionada por membros da Comissão de Redação do Código dos Valores Mobiliários<sup>106</sup>.

Uma última hipótese seria a arguir da ineficácia do negócio.

Em termos da discussão em torno do negócio consigo mesmo, a ineficácia chegou mesmo a ser considerada a melhor solução: Vaz Serra defendia, antes da elaboração do Código Civil em 1966, a propósito do negócio consigo mesmo, que seria a desconsideração do negócio a melhor solução, salientando que a anulação constituiria *“um incómodo para o representado, que se verá muitas vezes levado a abster-se de fazer anular o contrato”*<sup>107</sup>.

Em matéria de representação sem poderes, é considerado ineficaz em relação ao representado, o negócio que *“uma pessoa, sem poderes de*

---

<sup>105</sup> Neste sentido Borges, Sofia Leite, “O conflito de interesses...”, pp. 403

<sup>106</sup> Carlos Ferreira de Almeida, presidente dessa Comissão, discorda da opção pela anulabilidade dos negócios com a seguinte argumentação, no âmbito do anterior Código do Mercado dos Valores Mobiliários: *“Não há fundamento para a sua aplicação directa, porque, não agindo o intermediário financeiro como representante, o acto não se configura como contrato consigo mesmo em sentido técnico. Também não se justifica a sua aplicação analógica, porque a razão de ser da anulabilidade cominada por aquele preceito reside na existência potencial (ex ante) de conflito de interesses e não no modo como tal conflito em concreto se resolve (ex post).(...)*

*A violação das aludidas regras não tem aliás qualquer efeito jurídico directo sobre o contrato de compra e venda. Admitida a licitude deste, o comissário intervém nele sob as vestes e com a liberdade negocial de qualquer comprador. O efeito da inobservância dos referidos “deveres gerais” incide antes sobre as obrigações decorrentes dos contratos de mandato celebrados pelo intermediário financeiro com os seus clientes, podendo envolver cumprimento defeituoso das obrigações deles decorrentes. Em relação ao cliente que é contraparte no contrato de compra e venda, se o preço do contrato for pior do que o preço corrente do mercado. Em relação a outros clientes, se o contrato tiver por efeito a perda de oportunidade de negócio. Em qualquer caso, a eventual obrigação de indemnizar deve ser considerada no âmbito da responsabilidade civil contratual.”*, in “Transacções por conta alheia...”, pp.300.

<sup>107</sup> Serra, Adriano Vaz “Contrato Consigo mesmo”, pp. 246

*representação, celebre*” em seu nome, que aquele não o ratificar (art.º 268.º / 1 do CC).

Refere Pedro Leitão Pais de Vasconcelos a propósito do regime subjacente ao art.º 268.º do CC:

*“Se faltar a titularidade do poder de representação o agente não terá legitimidade para praticar o ato em representação pelo que o ato será parcialmente ineficaz na parte afetada pela ilegitimidade, não sendo os seus efeitos dirigidos à esfera jurídica do dono do negócio”*<sup>108</sup>.

A ineficácia do negócio cessa perante a ratificação:

*“A ratificação provoca, à posteriori, mas com efeito retroativo, o efeito de vinculação da pessoa em nome de quem o agente praticou o ato. Não se trata de uma concessão retroativa de poder de representação, mas sim de uma ratificação que torna certa a situação jurídica”*<sup>109</sup>.

Considero que na situação em análise, caso o intermediário financeiro, autorizado a atuar por conta própria, celebre contratos como contraparte do cliente, sem que este autorize ou confirme o negócio, poder-se-á aplicar o regime do direito civil da representação sem poderes, considerando-se o negócio jurídico ineficaz relativamente ao cliente.

Esta solução permitira a manutenção dos diversos negócios jurídicos celebrados num mercado em que vários operadores atuam numa pluralidade de negócios por segundo.

Outras situações:

Os negócios celebrados pelo intermediário financeiro como contraparte de um investidor qualificado não carecem de ser autorizados nem confirmados, (art.º 346.º / 2 - 1ª parte).

---

<sup>108</sup> Vasconcelos, Pedro Leitão Pais de, *A Autorização*, pp. 297

<sup>109</sup> Vasconcelos, Pedro Leitão Pais de, *A Autorização* pp. 315

Refere ainda o Autor que *“a ratificação provoca a eficácia do ato, mas não a aquisição superveniente e retroativa da legitimidade. A eficácia do ato ratificado sobre a esfera jurídica da pessoa em nome de quem foi praticado resulta da vontade desta. O titular da esfera jurídica afetada declara aceitar a eficácia vinculativa retroativa desse ato. Ou seja, ratifica o ato, assim se verificando a sua eficácia típica na esfera jurídica a que foi dirigido”* (pp. 316).



Tratando-se de um investidor qualificado (nos termos do disposto no art.º 30º do CVM), presume-se que terá conhecimentos e experiência suficientes para avaliar a bondade do negócio.

O mesmo se aplicará nos casos em que as operações devam ser “*executadas em mercado regulamentado, através de sistemas centralizados de negociação*” (art.º 346.º / 2 - 2ª parte).

Quando as operações sejam executadas em mercado regulamentado presume-se que pela integridade das cotações e transparência que caracterizam essa forma de negociação, serão neutralizados os efeitos prejudiciais do conflito de interesses.

Cláusula geral de autorização:

Uma última reflexão quanto à possibilidade de consagrar o *regime de autorização ou confirmação do negócio sob a forma de cláusula geral*, inclusa nos contratos de intermediação financeira celebrados entre os intermediários e os seus clientes.

Tratando-se de situações que geram sempre conflitos entre os interesses dos clientes e dos intermediários, em que o legislador decidiu consagrar um regime excecional de autorização prévia ou confirmação do negócio, a aceitação de uma cláusula geral dificilmente se aceita.

Acresce que:

- a) Estamos perante um regime excecional;
- b) Não foi prevista a possibilidade de ser incluída essa cláusula geral ao contrário de outras situações em que o legislador o referiu expressamente (art.º 321.º /2 do CVM);
- c) A referência é feita de modo expreso à intervenção do cliente que por escrito, autoriza ou confirma “o negócio”;
- d) A inclusão de *cláusulas standard* de negociação massificada não permitiria aos clientes a tomada de consciência de forma esclarecida, sobre o negócio a celebrar ou celebrado.

Face ao exposto, considero que será pouco provável aceitar uma autorização genérica de atuação com contraparte do cliente.

Considero, no entanto, que esta questão carece de uma discussão profunda dado o impacto da negociação em que o intermediário terá de obter, negócio a negócio, a respetiva autorização<sup>110</sup>.

---

<sup>110</sup> Esta discussão ir-se-á colocar certamente em foro judicial nos casos que envolvem os processos do BPP., SA e do BES, SA.

## **10. Mecanismos de mitigação**

### **10.1. Procedimentos e medidas de segregação orgânica e funcional**

Considero útil equacionar as seguintes situações:

- O departamento que gere a carteira própria do intermediário partilha sistemas informáticos e de registo de instrumentos financeiros com o que gere a negociação por conta de clientes e, ambos os departamentos reconciliam várias operações com o departamento de gestão de carteiras.
- O departamento que gere a negociação para a carteira própria do intermediário tem conhecimento de que o departamento de análise está a efetuar um estudo sobre uma determinada sociedade ou instrumento financeiro tencionando recomendar aos respetivos clientes ou ao público em geral, a compra desse título, e um dos diretores da área participa no Comité semanal onde se tomam decisões sobre recomendações de investimento.

Resulta claramente que, perante a ausência de segregação orgânica e funcional, o departamento que gere a carteira própria procurará tirar partido dos conhecimentos que possui quanto às ordens transmitidas pelos clientes, em particular, quando venha a atuar como contraparte.

Ainda que a transposição da legislação comunitária não tenha trazido qualquer modificação no regime específico dos conflitos associados à atuação como contraparte dos clientes, por intermediários financeiros registados para a negociação por conta própria, as modificações mencionadas em capítulos anteriores, em particular, no regime nacional da regulação dos conflitos de interesses, provocaram alterações no exercício das atividades e serviços de intermediação financeira.

Já antes de 2007 o intermediário financeiro estava obrigado a incluir nos contratos de intermediação financeira <sup>111</sup> um capítulo sobre potenciais conflitos potenciais ou existentes (art.º 321.º /5 do CVM).

Após 2007, a par da identificação dos conflitos de interesses, passou a ser necessário implementar mecanismos de mitigação e comunicação aos investidores desses mesmos conflitos.

A mitigação de potenciais conflitos, em cada uma das áreas de intermediação financeira, passou a exigir:

- (i) A segregação funcional e orgânica;
- (ii) A delimitação das competências de colaboradores e responsáveis pelas diferentes áreas;
- (iii) A identificação de mecanismos de verificação e reporte, de modo a impedir a circulação da informação de cada uma das áreas operativas ou de negociação.

Em particular, na negociação por conta própria, a mitigação de potenciais conflitos exigiu:

- a) Uma segregação orgânica entre essa área e todas as outras, sem comunicação de operações ou reportes de valores mobiliários;
- b) Uma delimitação detalhada das funções dos respetivos colaboradores e dirigentes, que não poderão participar em decisões de investimento relacionados com outros serviços financeiros;
- c) A implementação de mecanismos de verificação e controlo com reporte de eventuais conflitos às áreas de *compliance*;
- d) A criação de procedimentos de não comunicação da informação existente nesta área a outras áreas operativas ou de negociação geradoras de conflitos.

Tão importante como identificar, registar e gerir os interesses conflituantes é comunicar a ocorrência, (ou potencial ocorrência), destas situações aos Clientes, tendo em conta que a informação “*é função de um mercado*

---

<sup>111</sup> Almeida, José Queirós, “Contratos de Intermediação Financeira ...”, pp. 300

*transparente, eficiente e credível*<sup>112</sup>, salientando Eduardo Paz Ferreira que a “ausência de informação poderá pôr em causa o funcionamento do mercado criando um risco sistémico que retrainará os Investidores”<sup>113</sup>.

A verificação da comunicação de potenciais conflitos aos clientes, passa pela supervisão do exercício das atividades de intermediação quer pelas áreas de controlo interno do intermediário financeiro, quer pelas Entidades de Supervisão do sistema financeiro.

## 10.2. Mitigação de conflitos de interesses e regras de transparência

A mitigação de possíveis conflitos resulta ainda do cumprimento de regras de *independência*.

Foi a propósito do conteúdo da política em matéria do conflito de interesses que o legislador impôs que, “na medida do necessário para assegurar o nível de independência requerido” (art.º 309.º 5 do CVM), devem ser criados e mantidos procedimentos:

- a) *Eficazes, para impedir ou controlar a troca de informação* entre as pessoas relevantes (referidas no art.º 304.º /5 do CMV), sempre que essa troca possa prejudicar os interesses de um ou mais clientes (art.º 309.º /5/al. a) do CVM): por exemplo, a troca de informação entre os colaboradores que desenvolvem atividades de negociação por conta própria e os que prestam consultoria para investimento<sup>114</sup>;
- b) De *fiscalização distinta* destas pessoas quando as suas funções envolvam a realização de atividades por conta de clientes e a atuação em conformidade com os interesses do próprio intermediário financeiro, situação típica da *negociação por conta própria* (art.º 309.º /5/al. b) do CVM);

---

<sup>112</sup> Ferreira, Amadeu José, *Direito dos ...*, pp. 333

<sup>113</sup> Ferreira, Eduardo Paz, “Informação e mercado ...”, pp. 14, reforçando o autor que “*é a existência de uma informação tão completa, verosímil e clara quanto possível que constitui a garantia essencial de funcionamento regular dos mercados*”.

<sup>114</sup> Enquanto prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial, quer a pedido deste quer por iniciativa do consultor relativamente a transações respeitantes a valores mobiliários ou a outros instrumentos financeiros (art.º 294.º / 1 do CVM).

- c) De eliminação *de qualquer relação direta* entre a remuneração de umas e de outras destas pessoas, quando envolvidas em atividades distintas, e sempre que possa surgir um conflitos de interesses entre essas atividades (art.º 309.º /5/al. c) do CVM): por exemplo, da relação direta entre remuneração dos colaboradores afetos à negociação por conta própria e os que estão afetos à emissão de recomendações de investimento<sup>115</sup>.

Devem ainda ser implementadas medidas:

- d) *Destinadas a impedir ou a limitar qualquer pessoa de exercer uma influência inadequada* sobre o modo como as pessoas relevantes prestam atividades de intermediação financeira (art.º 309.º /5/al. d) do CVM);
- e) *Destinadas a impedir ou a limitar o envolvimento simultâneo ou sequencial* dessas pessoas em diferentes atividades de intermediação financeira, quando esse envolvimento possa impedir a gestão adequada dos conflitos de interesses (art.º 309.º /5/al. e) do CVM.

Com a implementação destes procedimentos e medidas será possível obter uma eficaz segregação orgânica e funcional, de modo a evitar e mitigar os conflitos de interesses na negociação por conta própria e por conta dos clientes.

Os exemplos que referi teriam desse modo outra configuração<sup>116</sup>:

- “*Se o departamento que gere a carteira própria do intermediário se encontra completamente autonomizado do departamento que gere a negociação por conta de clientes e se, um e outro, se encontram ainda segregados do departamento de gestão de carteiras, a probabilidade de o intermediário se antecipar a uma ordem de um cliente, porque tem conhecimento dessa ordem ou da decisão do investimento do gestor, é diminuta*”;

---

<sup>115</sup> Emissão de relatórios de análise financeira em que se formule, directa ou indirectamente, uma recomendação ou sugestão de investimento ou desinvestimento sobre um emitente de valores mobiliários, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros e que se destinem a canais de distribuição ou ao público (art.º 12.º A do CVM).

<sup>116</sup> Exemplos enunciados em Borges, Sofia Leite, “A Regulação geral...”, pp. 83

- “se o departamento que gere a negociação para a carteira própria do intermediário desconhece que o departamento de análise está a efectuar um estudo sobre uma determinada sociedade ou valor, tencionando recomendar aos respectivos clientes ou ao público em geral, a compra desse valor, não pode o departamento que gere a carteira própria do intermediário antecipar-se à divulgação do relatório de research adquirindo uma grande quantidade dos valores objecto da análise com vista a vendê-los posteriormente, uma vez divulgada a recomendação”.

### 10.3. O sistema de controlo interno<sup>117</sup> na identificação e mitigação de conflitos

Os intermediários financeiros terão de adotar e manter a sua organização empresarial “*equipada com os meios humanos, matérias e técnicos necessários para prestar os seus serviços em condições adequadas de qualidade, profissionalismo e de eficiência e por forma a evitar procedimentos errados*”<sup>118</sup> (art.º 305.º /1 do CVM).

Se mais nenhuma disposição existisse, poder-se-ia retirar do artigo enunciado que um sistema de controlo, que se pretende *eficaz*, *exige uma organização empresarial dotada*:

- a) *Em termos de meios humanos* – de colaboradores em número ajustado aos serviços de intermediação a prestar, com conhecimentos profundos da organização, com formação específica, com competência técnica relevante e um espírito de formação contínua, para além de características pessoais provadas em termos de idoneidade e caráter;

<sup>117</sup> O sistema de controlo interno engloba, na organização das atividades financeiras, a existência de um sistema de controlo do cumprimento (art.º 305.º-A), de Gestão de riscos (art.º 305.º B do CVM) e de Auditoria interna (art.º 305.º C do CVM).

<sup>118</sup> Refere Paulo Câmara, “Conflito de interesses...”, pp. 36 “*Subjaz a estas orientações a ideia de que uma estrutura organizativa afinada contribui para a eficácia do desempenho e previne irregularidades. Mas não basta montar a estrutura; importa aplicar os esquemas organizativos desenhados – isto é: fazê-los funcionar na prática*”.

- b) Relativamente aos *meios materiais e técnicos*<sup>119</sup> – de sistemas informáticos e procedimentos de transmissão de informação ajustados às necessidades e em contínuo aperfeiçoamento em razão das prestações de serviços a assegurar;
- c) De *procedimentos de segregação de funções*, mecanismos de controlo e de reporte efetivos<sup>120</sup>, de forma a evitar o fluxo de informação de uma área para outra.

Ao nível da organização interna a mitigação de conflitos de interesses em *entidades integradas em grupos financeiros* passa pela identificação:

- a) Relativamente a cada atividade ou serviço de intermediação, de potenciais conflitos que poderão ocorrer tendo em conta a organização do intermediário financeiro e, eventualmente, o grupo financeiro em que este se insere;
- b) Dos colaboradores que estão afetos ao exercício de cada uma das funções, no intermediário financeiro e, eventualmente no grupo financeiro em que este se insere, e como funcionam os mecanismos de reporte horizontal e vertical.

Depois de definidos os mecanismos de prevenção e mitigação de conflitos de interesses:

- Carecem de ser periodicamente verificados os procedimentos de reporte e registo desses conflitos (*monotorização*);
- É necessário assegurar a existência de uma fiscalização interna contínua - assegurada pelas áreas do controlo do cumprimento, de auditoria e órgão de fiscalização que funcione junto do Conselho de Administração – dos procedimentos implementados.

---

<sup>119</sup> Salvaguarda-se a necessidade de ter em conta que os requisitos em matéria de meios informáticos e humanos (previstos nos art.ºs 4.º e 5º do Regulamento da CMVM n.º 2/2007), exigidos a quando da concessão do registo, terão de ser observados ao longo do desenvolvimento das atividades e serviços e assumindo, nesta matéria, particular importância.

<sup>120</sup> Santos, Gonçalo Castilho dos, *A Responsabilidade Civil* .... pp. 147, refere que estes deveres consistem na “*criação de procedimentos de controlo interno relativamente ao acesso restrito à informação recolhida e produzida no seio da organização do próprio intermediário financeiro*”.



Por último, salienta-se a consagração do dever imposto aos “*titulares do órgão de administração*” de avaliação periódica da “*eficácia das políticas, procedimentos e normas internas adotados para cumprimento dos deveres referidos nos artigos 305.º-A a 305.º-C*”, de modo a tomarem “*medidas adequadas para corrigir eventuais deficiências detetadas e prevenir a sua ocorrência futura*” (art.º 305.º D/ 2 do CVM).

Concluo que, um sistema de controlo interno assente numa efetiva segregação orgânica e funcional, com um detalhe de procedimentos operativos a observar por todos os colaboradores - com especial atenção para a área de negociação por conta própria -, permitirá uma mitigação efetiva do conflito de interesses entre intermediários financeiros e os seus clientes, sob supervisão das diversas áreas de fiscalização interna.

## 11. Conclusões

1. A recuperação da confiança dos investidores, garantido o princípio da eficácia dos mercados, passa pela análise do conflito entre os interesses dos intermediários financeiros e os interesses dos clientes;
2. A delimitação do objeto da dissertação justificou que o estudo se confinasse aos conflitos que resulta da atuação do intermediário financeiro, autorizado a atuar por conta própria, na intervenção como contraparte dos clientes (art.º 346.º do CVM);
3. Após a delimitação das operações por conta própria, e antes de enunciar os conflitos existentes nos negócios celebrados, delimitei os conceitos de “*conflito*” e “*interesses*”, e enunciei os deveres subjacentes à intermediação financeira;
4. Pude então expor as principais características do regime comunitário da prevenção, mitigação, registo e comunicação de conflitos de interesses;
5. No regime nacional, distingi o regime geral de prevenção, mitigação, registo e comunicação de conflitos de interesses, dos conflitos associados aos negócios jurídicos em que o intermediário financeiro intervém como contraparte dos clientes;
6. Considerei necessário efetuar uma análise jurídica do regime autorização ou confirmação por parte dos clientes, dos negócios celebrados pelo intermediário financeiro, numa situação próxima da figura dos negócios consigo mesmo do direito civil;
7. Podendo os clientes não autorizar ou confirmar os negócios jurídicos celebrados, coloca-se a questão de saber se estamos perante situações de invalidade (sendo os negócios nulos ou anuláveis) ou de ineficácia, tendo concluído pela ineficácia desses negócios em relação aos clientes, à semelhança do que ocorre no regime civil da representação sem poderes;

8. Relativamente à possibilidade de consagrar um regime de autorização ou confirmação dos negócios sob a forma de cláusula geral, conclui que não se coaduna com o regime legal a existência dessa cláusula geral;
9. Considerei que, como forma de mitigação dos conflitos subjacentes à celebração destes negócios jurídicos, deverá ser adotada, pelo intermediário financeiro, uma segregação orgânica e funcional, com a delimitação das funções dos colaboradores e dirigentes;
10. Deverão ainda ser implementados mecanismos de verificação e reporte, de modo a assegurar que, a informação existente nas diferentes áreas de negociação não será transmitida a outras áreas;
11. Considerei que o sistema de controlo interno constitui um meio eficaz na prevenção e mitigação destes conflitos, não só na imposição de deveres de organização e dotação de meios humanos, materiais e técnicos, mas também ao exigir uma verificação periódica dos procedimentos de reporte, registo e comunicação aos clientes dos conflitos identificados.
12. Conclui ainda que, essa eficácia é assegurada pelo empenho de uma contínua fiscalização interna a cargo das áreas de *compliance*, de auditoria, risco e membros do órgão de administração.

Após as várias etapas a que me propus, encontrei respostas para a questão que equacionei de como mitigar, de forma eficaz, os conflitos de interesses associados aos negócios celebrados pelos intermediários financeiros, autorizados a negociar por conta própria, que atuam como contraparte dos clientes.

*“Costuma dizer-se, que a ética paga no longo prazo. Deduz-se que, se vossa situação for de curto prazo, nem sempre compensa ser ético. O que temos de compreender é que **cada um tem uma relação de longo prazo consigo mesmo** e que é por isso que devem ser éticos sempre. A questão tem que ver com o respeito que temos por aquele que vemos ao espelho todos os dias de manhã e respeitarem quem veem do lado de lá.”*<sup>121</sup>

---

<sup>121</sup> JOÃO CÉSAR DAS NEVES, *Introdução à Ética Empresarial*, pp. 241

## BIBLIOGRAFIA

### Bibliografia nacional

Albuquerque, Pedro de, *A representação voluntária em Direito Civil*, Almedina, 2004, (citado *A representação voluntária ...*).

Almeida, Carlos Ferreira de, "As transacções de conta alheia no âmbito da intermediação no mercado de valores mobiliários", in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, FDL, FDL/LEX, 1997, pp. 291-309 (citado "As transacções de conta alheia...").

Almeida, Carlos Ferreira de, *Contratos I, Conceito, Fontes, Formação*, 3<sup>a</sup> ed., Almedina, 2005, (citado *Contratos I ...*).

Almeida, Carlos Ferreira, "Relação de clientela na intermediação de valores mobiliários", in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra, Coimbra Editora, 2001, pp. 121-134, (citado "Relação de clientela ...").

Almeida, José Queirós, "Contratos de Intermediação Financeira Enquanto Categoria Jurídica", *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, novembro de 2006 - Edição Especial - 15 Anos CMVM, p. 291-303, (citado "Contratos de Intermediação Financeira ...").

Antunes, José A. Engrácia, *Direito Dos Contratos Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2009 (citado *Direito Dos Contratos...*).

Borges, Sofia Leite, "A regulação geral dos conflitos de interesses na DMIF", in *Cadernos de Valores Mobiliários* n.º 27, Agosto 2007, pp. 68-90 (citado "A Regulação geral...").

Borges, Sofia Leite, "Conflitos de interesses e intermediação financeira", in

Conflitos de interesses no Direito societário e financeiro, Coimbra, Almedina, janeiro 2010, pp. 315 – 426 (citado “Conflitos de interesses...”).

Câmara, Paulo, “A regulação baseada em princípios”, in Cadernos de Valores Mobiliários n.º 27, Agosto 2007, pp. 57-63 (citado “A Regulação baseada...”).

Câmara, Paulo, “Conflitos de interesses no Direito Financeiro e Societário: Um Retrato Anatómico” in Conflitos de interesses no Direito societário e financeiro, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 9-74 (citado “Conflitos de interesses...”).

Câmara, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2009 (citado *Manual de Direito...*).

Cordeiro, António Manuel da Rocha e Menezes, *Tratado de Direito Civil Português. Parte Geral*, vol. I, 3.ª Ed., Almedina, 2005, (citado *Tratado de Direito Civil...*).

Cordeiro, António Menezes, *Direito das Sociedades, I-Parte Geral*, Almedina, 3ª Edição, 2011, (citado *Direito das Sociedades ...*).

Cordeiro, António Menezes, “A Tutela dos Consumidores de Produtos Financeiros e a Crise Mundial de 2007/2010”, *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 69, Julho/Setembro 2009, (citado “A Tutela dos Consumidores ...”).

Cordeiro, António Menezes, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, 2ª Edição, 2011 (citado *Código das Sociedades...*).

Dias, Cristina Sofia, “A propósito da Directiva de Instrumentos e Mercados

Financeiros: Notas Pessoais”, in Cadernos de Valores Mobiliários n.º 27, Agosto 2007, pp. 63-67 (citado “A propósito da Directiva...”).

Duarte, Rui Pinto de, “Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários”, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, 2000, pp.1-25 (citado “Contratos de Intermediação...”).

Ferreira, José Amadeu, *Direito dos Valores Mobiliários*; Sumário das Lições AAFDL, Lisboa, 1998 (citado *Direito dos ...*).

Ferreira, António Pedro A., *O Governo das sociedades e a governação bancária- Interacções e complementaridades*, Lisboa, Quid Juris, 2009 (citado *O Governo das Sociedades...*).

Frada, Manuel Carneiro da, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, Almedina, Coimbra, 2004 (citado *Teoria da Confiança ...*).

Frada, Manuel Carneiro da, “Sobre a interpretação do contrato” in Estudos em Homenagem ao Professor Miguel Galvão Teles, Almedina, Vol. II, 2012, pp. 977-984, (citado “Sobre a interpretação do contrato ...”).

Frada, Manuel Carneiro da, “Crise Financeira e alteração das circunstâncias: contratos de depósito e Contratos de gestão de carteiras”, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 69, Julho/Setembro 2009, (citado “Crise Financeira ...”).

Leitão, Luís Manuel Teles de Menezes “Actividades de Intermediação Financeira e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, pp.129-156 (citado “Actividades de Intermediação Financeira ...”).

Monteiro, Jorge Simões de, *Responsabilidade por Conselhos e Recomendações ou Informações*, Almedina, Coimbra, 1989

Neves, João César das, *Introdução à Ética Empresarial*, Princípia, 2008, citado “*Introdução à Ética Empresarial*”).

Neto, Abílio, *Código Civil Anotado*, Ediforum, Coimbra Editora, 17.º Edição, 2010 (citado “*Código Civil Anotado*”).

Nunes, Pedro Caetano, *Dever de Gestão dos Administradores de Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, Abril 2012, (citado *Dever de Gestão...*).

Nunes, Pedro Caetano, “Jurisprudência sobre o dever de lealdade dos administradores”, in II Congresso DSR, 2012, pp. 181-224, (citado “Jurisprudência sobre o dever de lealdade...”).

Rego, Margarida Lima, *Contrato de Seguro e Terceiros*, Coimbra, Wolters Kluwer, maio 2010, (citado *Contrato de Seguro ...*).

Santos, Gonçalo Castilho dos, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, Almedina, 2008 (citado *A responsabilidade Civil...*).

Serra, Adriano Vaz, “Contrato consigo mesmo” in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, ano 91, 1958, n.º s 3129 (pp.151-158) e 3132, pp. 227-231 (citado “Contrato consigo mesmo”).

Trigacheiro, Catarina, “Comitologia”, in *Cadernos de Valores Mobiliários* n.º 29, Abril 2008, pp. 30 -37 (citado “Comitologia”).

Vasconcelos, Pedro Pais de, “Teoria Geral do Direito Civil”, Almedina, 5º



Edição, 2008 (citado *Teoria Geral...*).

Vasconcelos, Pedro Leitão Pais de, “A Autorização”, Coimbra Editora, 2012, (citado *A Autorização*).

#### Bibliografia estrangeira

Cooter, Robert & Freedman, Bradley J., “*The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*”, New York University Law review, 1991, 1045-1053 (citado “*The Fiduciary Relationship...*”).

Engisch, Karl, “*Introdução ao pensamento jurídico*”, (trad. João Baptista Machado), 7.ª Edição, Lisboa, Gulbenkian, 1996, (citado “*Introdução ao pensamento jurídico ...*”).

Goleman, Daniel Warren Bennis e O’Toole, James, “*Transparência – Como os Líderes Podem Criar uma Cultura de Sinceridade*”, Grávida Publicações, 2009 (citado “*Transparência-Como os Líderes podem...*”).

Kumpan, Christoph & Leyens, Patrick, *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries-Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*, ECFR, 2008, (citado “*Conflicts of Interest ...*”).

Roche, Marc, “*O Banco, Como o Goldman Sachs dirige o mundo*”, Esfera dos Livros, 3ª edição, 2012 (citado “*o Banco*”).

Soros, Jorge, “*O Novo Paradigma para os Mercados Financeiros – A crise de Crédito de 2008 e suas Implicações*”, Coimbra, Almedina, 2008 (citado “*O Novo Paradigma...*”).